97-84218-7

Gockel, Hermann

Welche vorteile und nachteile ergeben sich...

Gera-Reuss

1914

97-84218-7
MASTER NEGATIVE #

COLUMBIA UNIVERSITY LIBRARIES
PRESERVATION DIVISION

BIBLIOGRAPHIC MICROFORM TARGET

ORIGINAL MATERIAL AS FILMED - EXISTING BIBLIOGRAPHIC RECORD

3
Box 62

Gockel, Hermann, 1889-
Welche vorteile und nachteile ergeben sich aus der beabsichtigten zwangsanlage der vermögensbestände von lebensversicherungs-anstalten in staatspapieren? Gera-Reuss, Fischer, 1914.
viii, 79 p. 23 cm.

Thesis, Münster.

RESTRICTIONS ON USE: Reproductions may not be made without permission from Columbia University Libraries.

TECHNICAL MICROFORM DATA

FILM SIZE: 35 mm REDUCTION RATIO: 11:1 IMAGE PLACEMENT: IA (IIA) IB IIB

DATE FILMED: 10-10-97 INITIALS: PB

TRACKING # : 28695

FILMED BY PRESERVATION RESOURCES, BETHLEHEM, PA.

Exchange

3
Box 62

Welche Vorteile und Nachteile
ergeben sich aus der beabsichtigten
Zwangsanlage der Vermögensbestände von Lebensversicherungs-Anstalten in Staatspapieren?

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde der hohen rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster

von

Hermann Gockel
aus Dortmund

1914
Gedruckt bei A. E. Fischer, Hoflieferant, Gera-Reuß

Referent: Professor Dr. Plenge
Korreferent: Professor Dr. Schmöle

Gliederung.

A. Einleitung . . . . . 1—2
Motive des Anlagenzwangs für die privaten Versicherungsgesellschaften . . . . . 1—2
B. Hauptteil 3
I. Zur Frage der Rentenkurse . . . . . 3—24
α) Von den Ursachen der Kursrückgänge . . 3—9
β) Der „Anlagezwang" als Mittel, die Rentenkurse zu hegen . . . . . 9—24
II. Die Bedeutung des „Anlagezwangs" für die privaten Versicherungsgesellschaften . . . . . 25—79
α) Der jetzige Modus der Kapitalanlagen . . 25—30
β) Vergleich zwischen der Hypothekenanlage und Anlage in Staatspapieren . . . . . 30—70
γ) Welche versicherungstechnischen und wirtschaftlichen Folgen ergeben sich aus der Anlage in Staatsrenten? . . . . . 70—79
C. Schluß 80
Kritik 80

Literatur-Verzeichnis.

Albert, H., Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895—1908. Leipzig 1910.

Biermer, M., Der Kursstand unserer Staatspapiere. Gießen 1910.

Bischoff, Dr. jur., Kulturaufgaben des Versicherungswesens. Heft 12 der Veröffentlichungen des Deutschen Vereins für Versicherungswissenschaft.

Cohn, G., Kredit und Kurs der Staatspapiere, im Bank-Archiv 1912, Nr. 14.

Conrad, J., Grundriß zum Studium der polit. Ökonomie II, Jena 1912.

Delbrück, Hans, in Preußischen Jahrbüchern 1910, Bd. 141.

Delbrück, L., in Preußischen Jahrbüchern 1904, Bd. 116.

Denkschriftenband zur Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betr. Änderung im Finanzwesen, Berlin 1908.

Dernburg, B., Kapital und Staatsaufsicht, Berlin 1911.

Dilloo, W., Wie finde ich die beste Lebensversicherung? Berlin 1908.

von Dombois, A., Der Kursstand der deutschen Staatsanleihen. Hannover 1911.

Drucksachen des Abgeordnetenhauses.

Drucksachen des Reichstages.

Eberstadt, R., Der deutsche Kapitalmarkt, Leipzig 1901.

von Eheberg, K. Th., Finanzwissenschaft. Leipzig 1911.

Ehrenzweig, Assekuranz-Jahrbuch. Wien 1907 ff.

Elster, K., Der Kursstand der deutschen Reichsanleihen und der preußischen Staatsanleihen, in Conrads Jahrbuch, Bd. 41.

Elster, L., Lebensversicherung in Deutschland. Jena 1880.

Entwicklung des privaten Versicherungswesens unter Reichsaufsicht von 1902—1906. Berlin 1907.

Entwurf der Reichsversicherungsordnung. Berlin 1911.
Gebauer, M., Die sogenannte Lebensversicherung, in Staatswissenschaftl. Studien, herausgegeben von Elster, Jena 1896.
Geschäftsberichte von verschiedenen Gesellschaften.
von Heckel, M., Finanzwissenschaft II. Band, Leipzig 1911.
Helfferich, K., Das Geld im Russisch-Japanischen Kriege. Berlin 1906.
Heymann, H., Die deutschen Staatsanleihen. Berlin 1911.
Hilbert, H. Die Kapitalanlagen der deutschen Privat-Versicherungsgesellschaften. Jena 1908.
Kimmich, Die Ursachen des niedrigen Kursstandes unserer Anleihen, in Münchener Volkswirtschaftlichen Studien, München 1906.
Könige, H., Privatversicherungsgesetz, Berlin 1910.
Krüger, E., Die Gewinnverteilung in der Lebensversicherung, Frankfurt a. M. 1904.
Löwy, Art. Zinsgewinn, im Versicherungslexikon von Manes, Tübingen 1909.
Makowicska, Art. Versicherungsanstalten im Deutschen Staatswörterbuch von Bluntschli. Stuttgart 1870.
Mahlberg, W., Zum Kursstand unserer Anleihen, in Preußischen Jahrbüchern, Bd. 141, 143.
Manes, A., Grundzüge des Versicherungswesens. Leipzig 1906.
Mitteilungen der Handelskammer Frankfurt a. M., 1910.
Mitteilungen der Handelskammer Köln, 1910.
Moldenhauer, Die Aufsicht über die privaten Versicherungsunternehmungen auf Grund des Gesetzes von 1901, Leipzig 1903.
Rehm, Reichsgesetz über die priv. Vers. U. vom 12. Mai 1901. München 1907.
Schwarz, Otto, Die Kurse der deutschen Reichs- und Staatsanleihen. Berlin 1912.
Statistisches Jahrbuch für den preußischen Staat. Berlin 1911.
Spiethoff, Kapitalmarkt in Schmollers Jahrb., Bd. 33.
Stenographische Berichte der Verhandlungen des Abgeordnetenhauses.
Stenographische Berichte der Verhandlungen des Herrenhauses.

Stenographische Berichte der Verhandlungen des Reichstages.
Verhandlungsberichte des V. internationalen Kongresses für Versicherungswissenschaft. Berlin 1906.
Verhandlungsberichte des VI. internationalen Kongresses. Wien 1909.
Veröffentlichungen des Deutschen Vereins für Versicherungswissenschaft. Heft XXI, Berlin 1911.
Veröffentlichungen des Kaiserlichen Aufsichtsamtes für priv. V. U., Berlin 1902 ff.
Versicherungslexikon von Manes, Tübingen 1909.
Wagner, Ad., Versicherungswesen in Schönbergs Handbuch der politischen Ökonomie. Tübingen 1898.
Wallmanns Verlag, Die deutschen Lebensversicherungsgesellschaften im Jahre 1910. Berlin 1911.
Warburg, Max. M., Geeignete und ungeeignete Mittel zur Hebung des Kurses der Staatspapiere (Referat, erstattet auf dem IV. Allgemeinen Deutschen Bankier-Tag). München 1912.
Wolf, J., Vorschläge zur Hebung der Kurse der deutschen Staatsanleihen. Leipzig 1911.

An Zeitschriften wurden benutzt:

Annalen des gesamten Versicherungswesens von Tarnke.
Archiv für Versicherungswirtschaft, Berlin.
Die Bank.
Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen, Frankfurt.
Berliner Actionär.
Berliner Börsen-Courier.
Berliner Tageblatt.
Der deutsche Oekonomist, Wochenschrift für finanzielle und volkswirtschaftliche Angelegenheiten und Versicherungswesen, Berlin.
Hamburger Fremdenblatt.
Hannoverscher Courier.

Masius, Rundschau, Blätter für Vers.-Wissenschaft Leipzig.
Saski, Zeitschrift der Versicherten.
Tägliche Rundschau.
Der Tag.
Vossische Zeitung.
Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, Berlin.
Zeitschrift für Versicherungswesen, herausgegeben von J. Neumann, Berlin.

A. Einleitung.

Die Regierung hat in Erwägung gezogen, nach den Sparkassen und einer Reihe anderer Anstalten auch die privaten Versicherungsgesellschaften zu zwingen, einen Teil ihres Vermögens in Staatspapieren anzulegen. Bei dem Gesetz, „betreffend die Anlage von Sparkassenbeständen in Inhaberpapieren" ist das Moment der Liquidität der Kassen von ausschlaggebender Bedeutung. Dies wurde bei der Beratung des Entwurfs im Abgeordnetenhause von dem Minister von Dallwitz auch besonders hervorgehoben[1]. „Die Annahme ist nicht stichhaltig, daß der Gesetzentwurf fiskalischen Gründen seine Entstehung verdanke. Die Vorlage ist nicht im Staatsministerium oder Finanzministerium ausgearbeitet, sondern die Anregung dazu ist zurückzuführen auf die Initiative des Ressorts des Innern, weil dieses sich überzeugt hat, daß die Liquidität der Sparkassen in den letzten sechs Jahren, daß der Besitz an mündelsicheren Papieren um mehr als 3% zurückgegangen ist."

Anders liegt die Sache bei den Versicherungsgesellschaften. Hier ist immer besonderes Gewicht darauf gelegt worden (so von dem früheren Finanzminister von Rheinbaben), daß die Anstalten Staatsrenten kaufen sollten, um den Kurs zu stützen und damit den Staatskredit zu fördern. Nun sind allerdings auch gegen den bisherigen Anlagemodus der Gesellschaften (vorzugsweise Hypotheken) Bedenken hinsichtlich der Liquidität geäußert worden, und aus diesem Gesichtspunkte heraus hat man die Anlage in Staatspapieren empfohlen. Dieser Punkt, der weiter unten eingehend beleuchtet werden soll, hat jedoch in der Erörterung über den Anlagezwang nie eine allzu bedeutende Rolle gespielt. Vielmehr ist er stets zurückgetreten gegenüber dem Interesse des Staates an der Ausdehnung des Abnehmerkreises seiner Anleihen. Es handelt sich also mehr oder minder um eine rein

[1] Der Tag vom 25. April 1912.

fiskalische Maßnahme, hervorgerufen durch den Wunsch, den unbefriedigenden Kurs unserer Staatsrenten zu heben. Um diese Absicht des Gesetzgebers besser verständlich zu machen, müssen wir die ganze Frage der Anleihekurse einer näheren Betrachtung unterziehen.

B. Hauptteil.

I. Zur Frage unserer Rentenkurse.

a) Von den Ursachen des Kursrückganges.

Die ungünstige Entwicklung des Kursstandes unserer Reichs- und Staatsanleihen bildet seit Jahren den Gegenstand zahlreicher Erörterungen. Sowohl in den Parlamenten als auch in der Presse und Literatur ist die Frage der Preisverschlechterung unserer Renten eingehend behandelt worden. Wenn wir im folgenden allgemein von Staatsrenten sprechen, so denken wir vorzugsweise an die Reichsanleihen und die preußischen Konsols. Diese unterliegen im wesentlichen den gleichen formellen Vorschriften[1]. Da sie gewöhnlich unter denselben Zins- und Tilgungsbedingungen gemeinsam begeben werden, so bilden sie gewissermaßen eine Effektengattung; deshalb werden sie im folgenden nicht weiter getrennt behandelt. Der gewaltige Kursrückgang unserer Staatsanleihen bildet also den Ausgangspunkt der ganzen Frage. Die Kursentwicklung in ihren wichtigsten Etappen sei zunächst durch einige Zahlen illustriert:

3 % Reichsanleihe[2].

	durchschnittlich
1890	87,05 %
1896	99,22 %
1900	86,74 %
1902	92,18 %
1908	83,24 %
1910	84,41 %
1911	83,65 %
Kurs am 31. Dezember 1913[3]	76,— %

[1] Dombois S. 20.
[2] Dombois S. 27/28.
[3] Frankfurter Zeitung vom 1. Januar 1914.

$3^1/_2$ % Reichsanleihe.

1890	100,42 %
1896	104,57 %
1900	95,82 %
1903	102,30 %
1908	92,58 %
1910	93,16 %
1911	93,32 %
Kurs am 31. Dezember 1913	85,20 %

Daneben wollen wir gleich die Entwicklung in Frankreich und England betrachten, da der Vergleich dieser Rentenkurse mit den unsrigen bei der Erörterung über den Kursstand von Wichtigkeit ist.

3 % französische Rente[1].

	durchschnittlich
1890	90,72 %
1897	103,33 %
1900	100,60 %
1901	101,22 %
1907	94,85 %
1910	97,98 %
1911	95,61 %
Kurs am 31. Dezember 1913[2]	85,37 %

$2^1/_2$ % (bzw. $2^3/_4$ %) englische Konsols.

	durchschnittlich
1890	96,49 %
1897	112,40 %
1900	99,63 %
1901	94,29 %
1907	84,14 %
1910	81,07 %
1911	79,38 %
Kurs am 31. Dezember 1913	72,00 %

In allen drei Ländern können wir von 1890—1896 (bzw. 1897) eine lebhafte Aufwärtsbewegung der Kurse wahrnehmen. Sodann

[1] Schwarz, S. 53.
[2] Frankfurter Zeitung vom 1. Januar 1914.

setzte ein Umschwung in der Entwicklung ein. Von nun an sehen wir mit kurzen Unterbrechungen eine dauernde Preisverminderung der Renten. Die Abweichungen des heutigen Kurses von den Höchstkursen der Jahre 1896/7 sind besonders augenscheinlich in Deutschland und England, dagegen geringer in Frankreich.

In diesem Zusammenhang interessiert uns in erster Linie die Frage, welche Ursachen sind für das Sinken unserer Rentenkurse seit 1896 maßgebend gewesen? Dabei werden wir allerdings manche Berührungspunkte mit der Entwicklung in den anderen Ländern konstatieren können.

Ende des Jahres 1896 fand die Miquelsche Konversion statt. (Gesetz vom 23. Dezember 1896, wodurch der 4 %ige Anleihezins auf $3^1/_2$ % reduziert wurde. Hat nun die Konvertierung einen so nachhaltigen Eindruck auf die Kursentwicklung der Anleihen ausgeübt, daß damit die dauernde Wertverschlechterung begründet werden kann? Dazu ist zunächst zu bemerken, daß in der Tat eine solche Zinsreduktion eine gewisse Rückwirkung ausüben kann. Der verminderte Zinsgenuß und die Furcht vor weiteren Konversionen machen die Rentenbesitzer verstimmt. Die Tatsache nun, daß die Beliebtheit des Papieres beim Publikum abnimmt, wird vielleicht den Kurs etwas drücken. Doch ist dies nicht unbedingt erforderlich. Schwarz[1] weist auf eine Reihe von Fällen hin, wo durch Konvertierungen eine nachhaltige Entfremdung des Anlage suchenden Publikums nicht herbeigeführt wurde, vielmehr die steigende Tendenz der Kurse anhielt. Als klassisches Beispiel ist die Goschensche Konversion des Jahres 1888 zu erwähnen. Trotz der Zinsreduktion von 3 auf $2^3/_4$ % und einer weiteren automatischen Verminderung ab 1903 auf $2^1/_2$ % stiegen die englischen Konsolkurse zunächst dauernd. (von durchschnittlich 95,55 % im Jahre 1888 auf die enorme Höhe von 112,40 % im Jahre 1897). Erst dann trat ein Umschwung ein; jedenfalls hat die Tatsache der Konvertierung als solche zunächst keinen Eindruck gemacht. Entscheidend für die Kursentwicklung sind andere Faktoren, die, wie wir unten zeigen wollen, nur aus der Betrachtung der jeweiligen Wirtschaftsverhältnisse und des Kapitalmarktes verständlich werden. Somit müssen wir das Moment der Konvertierung bei der Forschung nach den Ursachen des Kursrückganges der deutschen Renten als unerheblich bezeichnen, um so mehr als in Frank-

[1] Schwarz, S. 7.

reich und England die Wertverschlechterung ungefähr zur selben Zeit einsetzte, ohne daß hier eine Konversion stattfand.

Bevor wir nun auf den Kern der Sache eingehen, müssen wir einen weiteren Punkt kurz streifen, nämlich ob durch die starke Vermehrung unserer Anleihen in den letzten 15 Jahren die Qualität derselben vermindert worden ist? Wer Effekten als Kapitalsanlage kauft, sieht neben einer angemessenen Rentabilität besonders darauf, daß sein Besitz von der größten Sicherheit ist. In dieser Hinsicht gelten unsere Staatspapiere nach wie vor als Standardwerte, als die denkbar beste Anlage[1]. Besonders glänzend stehen die preußischen Konsols da, deren Fundierung eine äußerst solide ist. Den $9^1/_2$ Milliarden Schulden steht nach dem Etat 1911 allein das Anlagekapital der Eisenbahn mit 11 050 Millionen gegenüber[2]. Der Betriebsüberschuß der Eisenbahn betrug 1911 rund 667 Millionen, während für die Verzinsung und Tilgung der gesamten Staatsschulden nur 397,7 Millionen erforderlich sind. Was die Sicherheit der Reichsanleihen anbelangt, so kann auch diese keinem Zweifel unterliegen. Wenn auch das werbende Vermögen des Reiches nicht eine volle Deckung für die Schuld bietet, so sind doch Staatsvermögen und Steuerkraft der Bundesstaaten für sie mitverhaftet. Das Moment der abnehmenden Sicherheit spielt somit bei der Wertverschlechterung unserer Staatsrenten keine Rolle.

Als die entscheidende Ursache müssen wir vielmehr die gesteigerte Produktivität des Kapitals betrachten, die wir in den letzten 15 Jahren beobachten konnten. Dies war jedoch keine spezifisch deutsche Erscheinung, sondern auch in verschiedenen anderen Ländern (besonders England) zu verfolgen. Ende der neunziger Jahre setzte der gewaltige Aufschwung unserer Wirtschaftsentwicklung ein. Handel und Industrie nehmen in besonderem Maße daran teil; die meisten Betriebe zeigen das Bestreben sich auszudehnen und zu vervollkommnen. Neue Industriezweige entstehen (Elektrizitätsindustrie). Diese Entwicklung bedingt schon eine gewaltige Inanspruchnahme des Kapitalmarktes. Dazu treten eine Anzahl neuer Bewerber mit ihren Forderungen an den heimischen Geldmarkt heran. In dem Maße wie Handel und Industrie dazu übergingen, neue Absatzgebiete in allen Erdteilen zu erschließen, zeigen sich die fremden Länder geneigt, den Kredit des europäischen Kapitalmarktes mehr und mehr in Anspruch zu nehmen. Die Konkurrenz der fremden Werte aber, die sich infolge ihrer günstigen Zinsbedingungen rasch die Gunst der Kapitalisten erwarben, hat sowohl in Deutschland als auch in Frankreich und England zu dem Rückgang der Staatspapiere erheblich beigetragen[1].

[1] Biermer, S. 7.
[2] Dombois, S. 32.

Aber auch die Bedürfnisse der anderen Bewerber auf dem Kapitalmarkte sind bedeutend gestiegen. Mit dem Anwachsen von Handel und Industrie ging Hand in Hand eine gewaltige Vergrößerung unserer Städte. Diese begannen kommunale Betriebe, wie Elektrizitäts-, Gas- und Wasserwerke zu schaffen, während zugleich ihre Aufgaben in kultureller und sozialer Beziehung rapide wuchsen. Allen diesen Anforderungen konnten die Kommunen nur dadurch genügen, daß sie Obligationen in großen Posten an den Markt brachten. Die starke Bevölkerungszunahme bedingte eine lebhafte Steigerung der Bautätigkeit; der Wert von Grund und Boden erfuhr eine bedeutende Erhöhung, indem die Bodenspekulation in verschärftem Maßstabe einsetzte. Das Mittel, die Grundwerte zu realisieren, ist die Hypothek[2]. Um der starken Nachfrage nach Realkredit genügen zu können, bringen die Hypothekenbanken und andere Pfandbriefinstitute alljährlich Millionen von Pfandbriefen heraus. Gerade deren Umlauf ist in Deutschland in einem Maße ausgebildet, wie wir es in keinem andern Lande finden. An Sicherheit den Staatsfonds beinahe gleichgeschätzt, bilden sie, mit zahlreichen Vorzügen vor diesen ausgestattet, die empfindlichste Konkurrenz unserer Anleihen auf dem Kapitalmarkte[3].

Es liegt auf der Hand, daß die gesteigerten Anforderungen, die aus dem Inland und Ausland an den heimischen Kapitalmarkt herantraten, die Zinssätze allgemein in die Höhe treiben mußten. Die tiefere Ursache dafür liegt, um es noch einmal zu wiederholen, in der starken Expansion auf allen Gebieten unserer Volkswirtschaft, oder wie Warburg[4] sagt: „Ein solcher gesunder Betätigungsdrang ist die Ursache des teueren Geldsatzes in Deutschland."

[1] Warburg, S. 7.
[2] Eberstadt, S. 202
[3] Kimmich, S. 35.
[4] Warburg, S. 4.

Das Steigen der Zinssätze äußert sich bei den Staatsrenten in einem Fallen der Kurse. Der Nominalzins der Anleihen ist ein konstanter Faktor; indem jedoch die Kurse sinken, wird das effektive Maß der Verzinsung größer, das der Staat bei neu zu begebenden Anleihen aufzuwenden hat. Anstatt von fallenden Kursen, kann man daher ebenso gut von einem steigenden Realzins der Renten sprechen. Mahlberg[1] bezeichnet die Rentenkurse als eine indirekte Notierung des für den Staatskredit angemessenen Zinsfußes. Seine Höhe richtet sich im allgemeinen nach dem landesüblichen Zinsfuß, d. h. nach dem Satz, der für langfristige Kapitalanlagen jeweilig zu zahlen ist. Den Effektivzins der Anleihen vergleicht Mahlberg während einer Reihe von Jahren mit dem Durchschnittszinsfuß für Hypotheken, angegeben nach dem mittleren Satz bei einer großen deutschen Hypothekenbank. Aus der Gegenüberstellung der Zahlen läßt sich erkennen, daß die Entwicklung der beiden Zinssätze eine gleichmäßige Tendenz aufweist. Deshalb kann man den Rentenkurs auch als normal bezeichnen.

Wenn wir von einem „normalen Kurs" sprechen, so wird dadurch ausgedrückt, daß er den Geldmarktverhältnissen sowie den übrigen wirtschaftlichen Verhältnissen des Heimatlandes entspricht. Denn diese allein, nicht das Ausland, sollen auf die Preisbildung der Anleihen eine entscheidende Wirkung ausüben[2]. Dabei ist die Voraussetzung gemacht, daß der betreffende Staat in der Lage ist, seine Anleihen im wesentlichen selbst aufzunehmen. Daß dies in Deutschland der Fall ist, lehrt die Klassierung. Dombois[3] schätzt, daß von 19 bis 20 Milliarden deutscher Anleihen nur etwa dreiviertel Milliarden im Ausland untergebracht sind. Indem wir den Kursrückgang unserer Staatspapiere als natürlich bezeichnen, wird zugleich der falsche Begriff abgelehnt, demzufolge man aus der Höhe des Kursstandes der Anleihen die Höhe des Staatskredits entnehmen kann. Ein Kurssturz wäre demnach gleichbedeutend mit einer Erschütterung des Kredits. Dies mag zutreffen bei Staaten, die noch in den Anfangsstadien der Entwicklung sind und bei denen die Grundlagen des Staatskredits — Dauerhaftigkeit des Staatswesens, Festigkeit der Rechtsordnung, Steuerkraft usw. — noch im Werden begriffen sind[4]. Bei unseren

[1] Mahlberg in Preuß. Jahrb., Bd. 143, S. 266.
[2] Wolf, S. 25.
[3] Dombois, S. 34.
[4] G. Cohn im Bank-Archiv vom 15. April 1912, S. 214.

ersten europäischen Großstaaten mit ihrem Kredit ersten Ranges sind die Kursrückgänge jedoch keineswegs identisch mit einer Kreditverminderung.

Dadurch, daß wir für die Beurteilung unserer Anleihekurse in erster Linie die Verhältnisse des deutschen Kapitalmarktes als wesentlich zulassen, wird auch dargetan, daß der Vergleich der Kurse mit denen anderer Länder nur bedingt zulässig ist. Jedes Land hat seinen eigentümlichen wirtschaftlichen Aufbau; demzufolge weichen auch die Faktoren, die für die Kursbildung maßgebend sind, in vielen Punkten von einander ab. Wenn wir trotzdem einen Vergleich ziehen, so dürfen wir nur solche Staaten berücksichtigen, deren Wirtschaftsentwicklung der unsrigen einigermaßen konform verlaufen ist. Das ist von den europäischen Großstaaten eigentlich nur England. Dessen Rentenkurse teilen aber das Schicksal der unsrigen, ja, der Preisrückgang seit Ende der neunziger Jahre ist ungleich größer gewesen als bei uns. (3 % R.-A. Durchschnitt 1896: 99,22 %, Kurs vom 31. Dezember 1913: 76 %; $2^1/_2$ % Engl. Konsols Durchschnitt 1897: 112,40 %, Kurs am 31. Dezember 1913: 72 %.)

Zusammenfassend können wir sagen: die These von dem unbefriedigenden Kursstand unserer Anleihen ist zum Teil hervorgerufen durch den zu einseitigen Vergleich mit fremden Ländern, ohne daß auf den erheblichen Unterschied in dem Zustand des Kapitalmarktes der verschiedenen Staaten gebührend hingewiesen wurde. Nach alledem ist der weitverbreiteten Mißstimmung über die Preisverschlechterung unserer Renten die Berechtigung abzusprechen, da die Entwicklung auf ganz natürliche Ursachen zurückzuführen ist. Wir können uns dem Satze Elsters[1] anschließen: „Das Dogma von dem niedrigen Kursstand unserer Anleihen hält der Kritik nicht stand."

β) Der Anlagezwang als Mittel, die Rentenkurse zu heben.

Nachdem wir im vorhergehenden die wichtigsten Ursachen für den Rückgang unserer Rentenkurse geschildert haben, wollen wir uns im folgenden mit den Bestrebungen befassen, welche eine Hebung des Preises beabsichtigen. Aus der großen Anzahl von geeigneten und ungeeigneten Vorschlägen interessiert uns in diesem

[1] Elster in Conrads Jahrbuch, Bd. 41, S. 169.

Zusammenhang besonders die Frage des Anlagezwangs. Bevor wir uns mit diesem Punkt näher befassen, müssen wir noch kurz auf die Motive eingehen, welche die ganze Bewegung hervorgerufen haben. Hier ist in erster Linie das wichtige Interesse des Staates an einem hohen Preis seiner Renten zu betonen. Dies Moment ist für die Beurteilung der Frage von ausschlaggebender Bedeutung. Wir müssen dem Staate die Berechtigung zuerkennen, sich seinen Kredit zu möglichst günstigen Bedingungen zu verschaffen. Dazu gehört neben einem niedrigen Nominalzinsfuß ein hoher Emissionskurs oder kürzer ausgedrückt: ein niedriger Realzins. Nehmen wir an, es soll ein bestimmtes Kapital durch Ausgabe von Schuldverschreibungen beschafft werden. Je höher der Kurs ist, zu dem diese Titel begeben werden, um so kleiner kann der Nominalbetrag sein, der an den Markt kommt. Da es sich aber um festverzinsliche Werte handelt, so wird der effektive Zinsaufwand des Schuldners damit geringer. Dieser Punkt ist für den Staatshaushalt von erheblicher Tragweite. Die Staatsregierung (und Reichsregierung) hat somit zum mindesten einen guten Grund, hohe Kurse für ihre Schuldscheine zu wünschen[1]. Der Kapitalbedarf des Staates, soweit er im Wege der Anleihe gedeckt werden soll, muß prompt erfüllt werden. Das ist ein wichtiger Grundsatz unserer Finanzwirtschaft. Ist dies schon in normalen Zeiten ein wesentlicher Faktor, so wächst seine Bedeutung im Kriegsfalle. Hier hängt sehr viel davon ab, daß der Finanzbedarf des Staates rasch und sicher seine Deckung findet. Mit dem Kriegsausbruch wachsen die Anforderungen gewaltig, welche an die finanzielle Leistungsfähigkeit eines Staates gestellt werden. Es gibt verschiedene Wege, auf denen ein Staat die für die Durchführung eines Krieges nötigen Mittel herbeischaffen kann. Bei den enormen Kosten, welche ein moderner Krieg verursacht, reichen die vorhandenen Kapitalbestände und laufenden Einnahmen (Steuern usw.) nicht aus. Die Inanspruchnahme des Kredits wird zur Notwendigkeit. „In allen neueren Kriegen haben die beteiligten Staaten sich genötigt gesehen, mit der Ausgabe verzinslicher Schuldverschreibungen an den Geldmarkt heranzutreten, und zwar nicht nur an den Geldmarkt des eigenen Landes, sondern an den sogenannten internationalen Geldmarkt[2]."

[1] Cohn, S. 216.
[2] Helfferich, S 78.

Je ungünstiger der Kursstand schon in normalen Zeiten ist, um so schwieriger wird sich die Lage bei Ausbruch eines Krieges gestalten müssen. Ist ein solcher schon an sich unausbleiblich mit einer Erschütterung des Kurses verbunden, so wird auch der Gegner versuchen, dem Staatskredit einen Stoß zu versetzen, indem er seinen Besitz an deutschen Staatspapieren plötzlich auf den Markt wirft. Der ohnehin schon schwankende Kurs wird vollends erschüttert. Es gilt, solchen Möglichkeiten tunlichst vorzubeugen. Die glatte Unterbringung einer Anleihe in Krisenzeiten ist nur dann gewährleistet, wenn der Rentenkurs von vornherein eine gewisse Widerstandsfähigkeit besitzt. Die Erschütterungen des Kurses bleiben dann auf ein bestimmtes Maß beschränkt; die Kriegsanleihen können zu annehmbaren Preisen begeben werden. Kurz: ein widerstandsfähiger Rentenmarkt gehört zu den Erfordernissen der finanziellen Kriegsbereitschaft[1].

Aus allen diesen Erwägungen heraus mußte die Entwicklung, die sich auf dem Rentenmarkt seit Ende der neunziger Jahre vollzogen hat, unsere Staatsregierung mit tiefer Mißstimmung erfüllen. Wir können begreifen, daß von dieser Seite Mittel und Wege ersonnen werden, um der Wertverschlechterung unserer Renten zunächst einen Damm zu setzen und dann eine allmähliche Besserung herbeizuführen. Mit diesem Wunsch kommt die Regierung auch dem Interesse der großen Mehrzahl der Steuerzahler entgegen; denn je niedriger der Effektivzins der Anleihen ist, um so geringer ist die Belastung des Ausgabebudgets des Staates[2]. Zum Schluß sind noch die Rentenbesitzer zu erwähnen, die ihre Effekten zu hohem Kurse gekauft und durch die Wertverschlechterung einen mehr oder minder großen Kapitalverlust erlitten haben. Es ist verständlich, daß auch diese Gruppe bittere Klage über den jetzigen Kursstand unserer Renten führt und nach Abhilfe ruft. Wir sehen also, daß der Kreis derjenigen, die ein Interesse an der Besserung unserer Anleihekurse haben, ein ziemlich großer ist.

Eine ganze Reihe von Maßnahmen sind in Vorschlag gebracht und zum Teil schon durchgeführt worden, welche auf eine Stabilisierung und Erhöhung unserer Rentenkurse hinzielen. Im folgenden interessiert uns insbesondere die Frage der Zwangsanlagen der privaten Versicherungsgesellschaften. Diese spezielle Unter-

[1] Helfferich a. a. O.
[2] Cohn, S. 216.

suchung können wir jedoch nur anstellen in engstem Zusammenhang mit der Frage des Anlagezwangs schlechthin, d. h. dem gesetzlichen oder administrativen Zwang gegen gewisse wirtschaftliche Unternehmungen, einen Teil ihrer Kapitalien in heimischen Staatsanleihen anzulegen[1]. Nur auf dieser erweiterten Grundlage können wir beurteilen, welcher Erfolg sich aus der Maßnahme für den Rentenkurs ergibt, während wir die speziellen Folgen für die Versicherungsgesellschaften weiter unten eingehend darstellen werden.

Der Gedanke der Zwangsanlagen geht von der Tatsache aus, daß die Nachfrage nach unseren Staatsanleihen sehr zu wünschen übrig läßt, wie dies seinen Ausdruck findet in den lebhaften Kursschwankungen einerseits und der dauernden Wertverschlechterung anderseits. Es fehlt unserem Rentenmarkt an der nötigen Festigkeit, die ihn in stand setzt, selbst ein größeres Angebot ohne Erschütterung des Kurses aufzunehmen. Das war bisher eben nicht der Fall; häufig genügten relativ unbedeutende Posten, die an den Markt geworfen wurden, um den Kurs zu drücken, ohne daß andere wirtschaftliche oder politische Faktoren maßgebend waren. Dem Angebot stand in dem Augenblick nicht die nötige Nachfrage gegenüber. Das ist der Kern der Sache. Je mehr Käufer ihre Aufmerksamkeit auf den Staatsfondsmarkt konzentrieren, um so geringer sind die Kursschwankungen, denen die Papiere unterworfen sind. Von Wichtigkeit ist hierbei auch die feste Plazierung großer Bestände, denn dadurch wird das Material vermindert, das an dem Markt flottiert. Der Staat hat, wie jeder Emissionär von Schuldverschreibungen, an der Klassierung der Anleihen, d. h. der Überführung in feste Hände, ein Interesse. Einmal wird dadurch eine gewisse Preisbeständigkeit garantiert, das verringerte Angebot in diesen Werten ist leicht zu befriedigen. Dann wird der Markt auch aufnahmefähiger gemacht für die bei dem wachsenden Finanzbedarf erforderlichen Neuemissionen.

Wir hatten oben versucht, für die mangelnde Nachfrage eine natürliche Erklärung zu finden in der Verfassung unseres Geldmarktes, auf welchem unseren Staatsrenten von anderen Bewerbern eine lebhafte Konkurrenz bereitet wird. Der freie Wettbewerb soll nun eingeschränkt werden, indem die Regierung sich veranlaßt sieht, den Abnehmerkreis ihrer Anleihen durch Zwang zu erweitern.

[1] Warburg, S. 10.

Durch die systematische Verstärkung der Nachfrage nach den Staatsrenten soll einer weiteren Preisverschlechterung zunächst ein Damm gesetzt werden und schließlich eine langsame Besserung herbeigeführt werden. Das ist in kurzen Worten die Tendenz des Anlagezwangs. In der Erörterung über diese Frage spielt der Hinweis auf andere Länder eine gewisse Rolle. Einzelne Schriftsteller[1] gehen so weit, daß sie als eine wesentliche Ursache des Vorsprunges der Anleihen jener Staaten vor den unsrigen die Tatsache anführen, daß die Nachfrage nach den Staatsrenten hier besser organisiert sei. Als das eklatanteste Beispiel für die Wirkung, welche besonders Nachfrage-Maßnahmen auf Staatspapiere ausüben können, bezeichnet Schwarz[2] die amerikanischen zweiprozentigen Schuldbonds, die, obgleich der Zinsfuß in den Vereinigten Staaten im allgemeinen höher ist als bei uns oder in Frankreich und England, deshalb über Pari stehen, weil sie den Nationalbanken als Grundlage der Notendeckung dienen.

Aber auf dem englischen und französischen Rentenmarkt sehen wir eine Organisation des Absatzes, die für uns vielfach als erstrebenswert und vorbildlich bezeichnet wird. „Die Höherbewertung des Staatskredits der mit uns auf gleicher Stufe stehenden Länder, die Einwirkung auf den Anleihemarkt in England und Frankreich ist ein Sporn auf einen erweiterten Abnehmerkreis für unsere Anleihen hinzuwirken[3]."

In Frankreich ist der größte Abnehmer für die Staatsrenten die „caisse des dépôts et consignations". Diesem Institut müssen die französischen Sparkassen ihre Einlagen überweisen, so daß sehr erhebliche Bestände zur Verfügung des Rentenmarktes stehen. Daneben stehen Banken, Versicherungsanstalten und andere wirtschaftliche Unternehmungen als Käufer von Anleihen, indem sie ihre Reservefonds in großem Umfang in dieser Weise placieren. Besonders charakteristisch für die französischen Verhältnisse ist die Verbreitung der Renten in den weitesten Kreisen der kleinen Sparer. Diese weitgehende Demokratisierung der Rente bietet eine Gewähr für die Befestigung des Marktes. Die französische Rente wird an der Börse in allergrößtem Maßstabe umgesetzt, so daß selbst bei größerem Angebot tiefgehende Erschütterungen des Kurses nicht eintreten.

[1] Ludwig Delbrück in Preuß. Jahrb., Bd. 116, S. 441 ff.
[2] Schwarz, S. 14.
[3] Heymann, S. 213.

In England sind die Sparkassen und die Postsparkassen die bedeutendsten Stützen des Staatskredits. Sodann legen die Banken, Versicherungsgesellschaften und industriellen Unternehmungen Wert darauf, große Konsolsreserven zu besitzen. Zum Unterschied von Frankreich fehlt jedoch die große Nachfrage aus der Klasse der kleinen Sparer. Die Staatsschuld ist in England in verhältnismäßig wenigen Händen konzentriert, während das Ideal natürlich ist, daß sich kleine Beträge in möglichst vielen Händen befinden[1].

Im vorhergehenden habe ich die französischen und englischen Verhältnisse kurz gezeichnet, weil die Befürworter des Anlagezwangs bei uns mit Vorliebe darauf hinweisen. Nach diesem Muster will man in Deutschland die Organisation des Absatzes der Anleihen reformieren, indem kapitalkräftige Käuferkreise herangezogen werden. In der unten folgenden Besprechung über die Zweck- oder Nichtzweckmäßigkeit der Zwangsanlagen müssen wir die erwähnten Staaten noch einmal zum Vergleich heranziehen; denn wir haben damit ein Mittel, an Hand dessen wir den voraussichtlichen Erfolg des Anlagezwangs bei uns hinsichtlich der Rentenkurse in etwa schätzen können.

Es liegt nahe, daß die gewaltigen Kapitalbestände, welche sich bei den Sparkassen und Versicherungsinstituten ansammeln, zunächst das Augenmerk des Gesetzgebers auf sich zogen, zumal solche Unternehmungen durch Zwang leichter zu fassen sind als der einzelne Kapitalist. In dieser Richtung bewegen sich eine Reihe von Vorschlägen, die auch bereits zum Teil ihren gesetzgeberischen Ausdruck gefunden haben. Schon der Entwurf des preußischen Sparkassengesetzes von 1906 enthielt Bestimmungen darüber, daß diese Institute im Interesse ihrer Liquidität gehalten sein sollten, einen Teil ihrer Kapitalien in Staatspapieren zu investieren. Die Regierung vertrat mit großem Nachdruck diese Forderung, welche jedoch schließlich an dem Widerstand der Volksvertretung scheiterte. Dennoch hat die Finanzverwaltung, speziell der frühere preußische Finanzminister von Rheinbaben stets an dem Gedanken des Anlagezwangs festgehalten und denselben wiederholt im Parlament vertreten.

So enthält das vom preußischen Landtag angenommene Gesetz vom 25. Juli 1910 über die öffentlich-rechtlichen Feuer-

[1] Warburg, S. 11.

versicherungsanstalten (Sozietäten) die Bestimmung, daß wenigstens der vierte Teil ihres Vermögens aus Reichs- und Staatsanleihen bestehen müsse. Bis zur Erreichung dieses Bestandes haben die Anstalten ein Drittel ihres jährlichen Vermögenszuwachses in diesen Werten zu investieren. Praktisch hat die Bestimmung des § 20 für die Sozietäten keine große Bedeutung Abgesehen davon, daß ihr Vermögen verhältnismäßig gering ist[1] (Ende 1908 waren es 118,6 Millionen), haben sie größtenteils der erwähnten Forderung bereits entsprochen. Daß bei dieser Maßnahme von einer kursbessernden Wirkung nicht die Rede sein kann (es werden vielleicht jährlich 2 bis $2^1/_2$ Millionen dem Rentenmarkt entnommen), bedarf wohl kaum der Erwähnung. Was man mit der gesetzlichen Festlegung dieser Bestimmung bezwecken wollte, darüber geben uns die Beratungen des Entwurfs im Abgeordnetenhause interessante Aufschlüsse. So sagte Herr von Rheinbaben in der Sitzung vom 10. Juni 1910:

„Nur wenn diese Bestimmung angenommen wird, können wir die Hoffnung hegen, daß ähnliche Vorschriften auf andere Organisationen ausgedehnt werden."

Welche Organisationen der Minister bei seinen Ausführungen im Auge hatte, ist bekannt[2]. Es sind neben den Sparkassen im wesentlichen die privaten Versicherungsanstalten, und zwar speziell die Lebensversicherungsgesellschaften. Schon vorher hatte Herr von Rheinbaben dies deutlich ausgesprochen. So im Herrenhause in der Sitzung vom 15. Mai 1910 anläßlich der Beratung von Abänderungen des Staatsschuldbuches. Er spricht hier von einer moralischen Verpflichtung der Versicherungsgesellschaften, ihren Besitz an Staatspapieren freiwillig zu vergrößern.

„Ich meine, es ist eine billige Forderung, daß diese großen Gesellschaften, die durch staatliche Verleihung in stand gesetzt sind, hier ihre Geschäfte zu betreiben, ihrerseits auch dem Staat behilflich sind, den Kurs seiner Renten aufrecht zu erhalten."

Bei der Beratung des Sozietätengesetzes im Abgeordnetenhause hat der Herr Finanzminister ausdrücklich auf die große prinzipielle Tragweite des § 20 hingewisen. Im Anschluß daran hat das Abgeordnetenhaus dann folgende Resolution angenommen[3]:

[1] Meltzing, Bank-Archiv, 1911, S. 282.
[2] Annalen von Tarnke, 1910, S. 501.
[3] Drucksachen des Abgeordnetenhauses 1910, Nr. 525.

„Die königliche Staatsregierung ist zu ersuchen, die erforderlichen Schritte zu tun, damit die jetzt den öffentlichen Feuerversicherungsanstalten gegenüber erlassenen Vorschriften, die Vermögensbestände zu einem Teil in Reichs- und Staatsanleihen anzulegen, auch anderen Anstalten gegenüber erlassen werden, deren Geschäftsbetrieb einer durch besondere Vorschriften geregelten Staatsaufsicht unterliegt.

Demgemäß hat die neu geschaffene Lebensversicherungsanstalt der ostpreußischen Landschaft auf Veranlassung der Regierung eine gleiche Verpflichtung durch Aufnahme eines entsprechenden Paragraphen in ihre Satzung übernommen. Sehr interessant ist die Form, in der dieser Zwang ausgesprochen wird. Es heißt in dem Statut[1]: Die Anstalt ist verpflichtet, mindestens den vierten Teil ihres gesamten Vermögens in Staatsanleihen anzulegen. Für die Prämien- und Gewinnreserven tritt diese Verpflichtung erst nach Ablauf von 10 Jahren seit der Genehmigung des Statuts in Kraft mit der Maßgabe, daß von dem jährlichen Zuwachs mindestens ein Drittel so lange in den bezeichneten Anleihen anzulegen ist, bis der angelegte Betrag ein Viertel des gesamten Betrages der Prämien- und Gewinnreserven erreicht hat. Die zuständigen Minister sind befugt, auch fernerhin von dieser Verpflichtung zu entbinden, solange den im Reich zugelassenen privaten Versicherungsunternehmungen nicht eine entsprechende Verpflichtung durch Gesetz auferlegt ist.

Aus dem letzten Satz spricht sehr deutlich die feste Absicht der Regierung, die privaten Versicherungsgesellschaften demselben Zwang zu unterwerfen. Man kann danach erwarten, daß die Verpflichtung spätestens nach Verlauf von 10 Jahren für die Versicherungsanstalten des privaten Rechts in Kraft treten soll.

In konsequenter Durchführung ihrer Rentenpreispolitik hat die Regierung denn auch darauf gehalten, daß bei der Schaffung der neuen Reichsversicherungsordnung der Anlagezwang auf die Sozialversicherungsanstalten ausgedehnt wurde. Bei der Beratung des Entwurfs in der Kommission wurden hiergegen von einigen Mitgliedern Bedenken sozialpolitischer Natur geäußert. So meinte einer der Redner, man müsse doch den Eindruck vermeiden, als ob die Fonds der Arbeiterversicherung zur künstlichen Hebung

[1] Meltzing, Bank-Archiv, 1911, S. 282.

unseres Staatskredits dienen sollten. Es würde uns der Vorwurf nicht erspart bleiben, daß unsere soziale Gesetzgebung fiskalische Nebeninteressen verfolge. Diese Bedenken sucht der Herr Reichsschatzsekretär zu zerstreuen, indem er ihnen die weitgehenden Interessen der Staats- und Finanzpolitik entgegenhält. Er betont, daß es für den Staat und weite Kreise unserer Volkswirtschaft von großer Wichtigkeit sei, daß unsere Staatspapiere endlich den ihnen nach ihrem inneren Werte gebührenden Platz erhielten.

In der Begründung des § 1342 R.-V.-O., der den Anlagezwang für die Hinterbliebenen und Invalidenversicherung ausspricht[1], wird darauf hingewiesen, daß die Mehrzahl der Versicherungsanstalten es unterlassen habe, bei der Anlegung der Vermögensbestände die Interessen des Reichs zu berücksichtigen. Am 31. Dezember 1908 hatten sie von ihren 1361 Millionen Mark Vermögen nur 141 Millionen = 10,38 % in Reichs- und Staatsanleihen angelegt. Eine dem Reichs- und Staatsinteresse dienliche Vorschrift über die Vermögensanlage sei, selbst wenn sie gewisse wirtschaftliche Opfer für die Versicherungsanstalten zur Folge hat, gerechtfertigt, weil die Anstalten sich nur unter dem Schutze des Reichs und der Bundesstaaten haben entwickeln können[2]. Sie genössen überdies große Vorteile auf Reichskosten, teils indirekter (die ganze Verwaltung), teils direkter Art (Zuschüsse des Reichs zu den Invaliden-, Alters- und Hinterbliebenenbezügen). Interessante Folgerungen lassen sich aus dem Schluß der Begründung ziehen. Es heißt hier: „Außerdem sprechen schwerwiegende allgemeine Gründe dafür, bei Gelegenheit der jetzigen Reform auf dem Wege der Reichsgesetzgebung bei öffentlich-rechtlichen Anstalten einen Anfang mit der Verpflichtung zur Anlegung eines Teiles ihrer Bestände in Reichs- und Staatspapieren zu machen und dabei auf Hebung und Festigung ihrer Kurse hinzuwirken."

Es spricht aus diesen Worten die Absicht, daß man, nachdem einmal der Anfang gemacht ist, nicht bei diesen Anstalten stehen bleiben will. Es gilt, das Prinzip des „Anlagezwangs" weiter auszuspinnen, wenn man damit günstige Folgen für den Kursstand der Anleihen erzielen will. In dem Versicherungsgesetz für Privatangestellte (Gesetz vom 20. Dezember 1911) ist die betreffende Verpflichtung ebenfalls ausgesprochen worden. Am brennendsten ist

[1] Entw. d. R. V. O.

[2] No. 1087 der Drucksachen des Reichstages.

die Frage zurzeit für die preußischen Sparkassen. Der Gesetzentwurf „betreffend die Anlage von Sparkassenbeständen in Inhaberpapieren" ist inzwischen von beiden Häusern des Landtags angenommen worden.

Als Schlußglied in der Kette der finanzpolitischen Maßnahmen im Interesse des Anleihekurses schwebt dem Gesetzgeber vorläufig die Ausdehnung des Anlagezwangs auf die privaten Versicherungsgesellschaften vor. Diese Absicht haben wir wiederholt aus dem Munde der Regierungsvertreter vernommen. So wies der Herr Finanzminister Dr. Lentze in der Sitzung des preußischen Abgeordnetenhauses vom 7. März 1912 darauf hin, daß zurzeit noch Erwägungen über derartige gesetzliche Maßnahmen schweben[1]. Ebenso hat der frühere Finanzminister von Rheinbaben stets betont, daß in dieser Richtung etwas geschehen würde. Ob der Plan über die Absicht der Regierung hinaus bereits feste Gestalt angenommen hat, insofern als ein Gesetzentwurf in der Ausarbeitung begriffen ist, entzieht sich meiner Kenntnis. Es genügt jedoch, daß die Regierung wiederholt den Willen kundgegeben hat, auch die privaten Versicherungsgesellschaften durch gesetzlichen Zwang fassen zu wollen.

Jedenfalls ist die Maßnahme von großer Tragweite nicht nur für das Versicherungswesen, sondern auch für weite Kreise unserer Volkswirtschaft. Es ist daher wohl angebracht, schon jetzt Untersuchungen darüber anzustellen, welche Folgen diese einschneidende Bestimmung voraussichtlich zeitigen wird.

Im Vorhergehenden habe ich versucht, eine kurze Darstellung dieser ganzen Bewegung zu geben, welche ausgeht von dem unbefriedigenden Kursstand unserer Staatsanleihen, oder vielmehr dem Wunsche des Gesetzgebers, diesen Mangel zu beseitigen. Die ganze Rentenpreispolitik der Regierung mußte einem kurzen historischen Rückblick unterzogen werden, denn sie bildet den Hintergrund auch für eine Erörterung des Anlagezwangs für die privaten Versicherungsgesellschaften.

Bevor wir jedoch in diese spezielle Untersuchung eintreten, müssen wir das Prinzip der Zwangsanlage allgemein noch weiter entwickeln. Ziehen wir noch einmal kurz das Fazit unserer bisherigen Ausführungen, so erhalten wir folgenden Tatbestand:

Der Staat und ebenso weite Kreise der Volkswirtschaft haben

[1] Tgl. Rdsch. v. 8. März 1912.

ein berechtigtes Interesse, daß die ungünstige Verfassung des Rentenmarktes beseitigt wird. Um dem Übel zu steuern, sollen die mehrfach erwähnten Anstalten zum Ankauf von Renten in großem Umfange gezwungen werden. Wir hatten oben als Ursache des niedrigen Kursstandes die Höhe unseres landesüblichen Zinsfußes bezeichnet. In Ländern mit sehr hohem durchschnittlichen Zinsertrag[1] muß die Zinsvergütung für den öffentlichen Kredit eine höhere sein, als in kapitalgesättigten Ländern. Es erhebt sich nun die Frage[2]: ist es berechtigt, die Wirkung, die der landesübliche Zinsfuß ausübt, in gewisser Richtung dadurch zu ändern, daß man für die Staatsanleihen einen festen Kreis von Abnehmern schafft? Die Frage läßt sich auch so formulieren:[3] „Ist es berechtigt, den Staatsanleihen durch gesetzliche Maßnahmen einen bestimmten Platz zu reservieren, sodaß sie sich ihren Platz am Kapitalmarkt nicht mehr zu erkämpfen brauchen?"

Für die Beantwortung der Frage ist es von ausschlaggebender Bedeutung, daß der Staat an einem festen und angemessenen Kurs seiner Renten ein lebhaftes Interesse hat. Dieser Punkt wurde oben bereits eingehend beleuchtet. Aus diesem Gesichtswinkel heraus müssen wir dem Staat prinzipiell die Berechtigung zuerkennen, im Interesse seiner Rentenkurse einen zwangsweisen Eingriff in den Kapitalmarkt vorzunehmen, indem er gewisse Kapitalien ihrer bisherigen Verwendung entzieht und zur Hebung des Staatskredits nutzbar macht.

Während es sich bei den bisher betroffenen Kreisen meist um öffentlich-rechtliche Institute handelte, kommen in unserem Falle reine Privatwirtschaften in Frage. Deshalb erheischt die Frage auch ein erhöhtes Interesse.

Wer das Freihandelsprinzip im weitesten Sinne vertritt[4], daß allen individuellen Kräften im Wirtschaftsleben nach allen Richtungen hin freie Bewegung und Betätigung zu gewähren sei, der wird à priori jeden Versuch des Staates, die privaten Versicherungsgesellschaften durch einen Zwang zu fassen, als mit diesem Prinzip unvereinbar zurückweisen. So führte der Abgeordnete Dr. Crüger in der Sitzung des Abgeordnetenhauses vom 26. April 1912 anläß-

[1] Denkschr. d. Sch. A. IV A, S. 4.
[2] Der Tag vom 25. April 1912.
[3] A. Lansburgh, „Die Bank" 1910, H. 8.
[4] Moldenhauer, S. 49.

lich der Beratung des Sparkassengesetzes das Bedenken grundsätzlicher Natur an[1]:

„Wir wollen keinen Eingriff des Staates in das wirtschaftliche Leben haben."

Aber gegenüber der Freihandelsschule[2] gelangte man doch in weiten Kreisen zu der Auffassung, daß es wohl Aufgabe des Staates sei, die wirtschaftliche Freiheit zu beschränken, wofern es die Volkswohlfahrt erforderlich macht. Die wachsende Erkenntnis von dem Anteil des Staates an der Volkswirtschaftspolitik verlangt ein Eingreifen in die Sphäre des einzelnen da, wo große allgemeine Interessen in Betracht kommen. Ohne die Schäden zu verkennen, welche mit einer zu weitgehenden staatlichen Bevormundung verknüpft sind, erkennt die Mehrzahl unserer heutigen Volkswirte dem Staate diese Berechtigung zu. Bei der Streitfrage um den Anlagezwang handelt es sich im Grunde genommen um den Gegensatz von Freihandel und Schutzzoll im weitesten Sinne der Worte, d. h. ob man einen staatlichen Eingriff in das Wirtschaftsleben billigt oder nicht. Indem man durch Zwang bestimmte Kapitalien ihrer bisherigen Anlage entzieht und dem Staatsrentenmarkt zuwendet, räumt man den Kapitalbedürfnissen des Staates einen Vorrang vor denen privater Wirtschaften ein. Die Anhänger des Freihandelsprinzips im übertragenen Sinne erkennen dem Staat diese bevorzugte Stellung nicht zu. Sie wollen ihn nur als gleichberechtigten Konkurrenten auf dem Kapitalmarkt betrachten. Demgemäß soll denn auch der Zinssatz für den Staatskredit oder umgekehrt der Rentenkurs nur dem freien Spiel der Kräfte ausgesetzt sein. Jegliche Begünstigung der Staatsrenten, wie sie der Anlagezwang aussprechen würde, ist somit zu verwerfen. Diesen Gedankengang können wir uns, wie oben bereits hervorgehoben wurde, nicht zu eigen machen. Von dem Gedanken ausgehend, daß die Finanzwirtschaft des Staates stets die Förderung des Gesamtwohls im Auge hat, muß darauf gehalten werden, daß der Staat sich auch seinen Kredit zu möglichst günstigen Bedingungen verschaffen kann. Vor den hohen Zwecken der staatlichen Gemeinwirtschaft müssen die anderen Bewerber auf dem Geldmarkt weichen. Die Bevorzugung geschieht dadurch, daß für die staatlichen Schuldtitel künstlich Käufer geschaffen werden. Dieses ist die Tendenz des Anlage-

[1] Der Tag, 26. April 1912.
[2] Moldenhauer, S. 49.

zwangs. Im Prinzip stehen der Durchführung der Maßnahme Bedenken nicht entgegen. Trotz der grundsätzlichen Billigung braucht man jedoch den Anlagezwang nicht unbedingt gutzuheißen. Bevor das Problem in die Tat umgesetzt wird, müssen noch einige weitere Untersuchungen angestellt werden, von deren Ausfall die Stellungnahme zu der Frage abhängig ist. Da ist besonders der Punkt hervorzuheben, ob die Maßnahme den an sie geknüpften Erwartungen auch entsprechen wird. Ein staatlicher Eingriff in die Volkswirtschaft erfordert von den betroffenen Kreisen meist gewisse Opfer im Interesse der Gesamtheit. Vorausgesetzt, daß die Maßnahme wirklich die erhofften Folgen zeitigen wird oder überhaupt Erfolg verspricht, so läßt sich gegen den Eingriff des Staates nichts einwenden. Besteht jedoch keine Aussicht, das Ziel zu erreichen, so ist der Versuch als zwecklos und schädlich zu verwerfen. Welche Aussicht hat nun die Durchführung des Anlagezwangs? Wird die erhoffte Befestigung und Besserung der Rentenkurse auch eintreten? Dernburg bemerkt hierzu[1]:

„Kann man annehmen, daß aus irgendwelchen Gründen nunmehr das Fallen der Staatspapiere aufhört, so kann man sie auch zwangsweise bei Instituten einführen, die Kapitalrückzahlungen zu machen haben, wie Sparkassen, Lebensversicherungsgesellschaften usw.; ist dies aber zweifelhaft, oder muß man sogar annehmen, daß diese Bewegung weiter geht, so darf man eine solche Empfehlung nicht aussprechen. Wer Papiere empfiehlt, übernimmt eine gewisse Gewähr für sie. Ein Bankier macht sich zivilrechtlich haftbar, wenn er einen unvorsichtigen Rat erteilt, wie viel mehr ein Staat, der nicht empfiehlt, sondern zwingt."

In diesen Worten hat Dernburg trefflich den Kernpunkt der ganzen Frage getroffen. Nur wenn der Anlagezwang Erfolg verspricht, darf man ihn gutheißen.

Bei der ersten Betrachtung der Sachlage ist man leicht geneigt, den Zwangsanlagen die erhoffte Wirkung zuzuschreiben. Der Rentenkurs unterliegt dem allgemeinen Preisgesetz von Angebot und Nachfrage[2]. Indem man die letztere durch Zwang verstärkt, muß bei gleichbleibendem Angebot eine Kursbesserung eintreten. Dies Programm klingt sehr überzeugend[3]. Ganz so einfach läßt sich jedoch die Frage nicht erledigen.

[1] Dernburg, Bank-Archiv, 1911.
[2] Elster, S. 154.
[3] Cohn, S. 218.

Zunächst wollen wir die Möglichkeit nicht bestreiten, daß vorübergehend eine Besserung der Rentenkurse erzielt werden kann, wenn kapitalkräftige Abnehmer gemäß etwaiger gesetzlicher oder administrativer Bestimmungen dem Rentenmarkt erhebliche Bestände entnehmen und zur Bedeckung ihrer Fonds verwenden. Damit ist aber noch nicht bewiesen, daß es gelingen wird, die einstweilige Besserung zu einer dauernden zu machen. Daß dieser Erfolg — von einem solchen kann man überhaupt erst im letzteren Falle sprechen — eintritt, bezweifeln wir aus einer Reihe von Gründen.

Zunächst kommt es darauf an, ob durch die Zwangskäufer auch die gesamte Nachfrage nach Anleihen gesteigert wird. Denn diese festen Käufer allein bestimmen nicht den Kurs, sondern die Gesamtheit der Abnehmer, die für die Unterbringung der Anleihen erforderlich sind[1]. Nun werden wir aber bemerken können, daß der Anlagezwang die Gefahr in sich birgt, den Kreis der freiwilligen Besitzer einzuengen. Nehmen wir noch einmal an, daß zunächst eine Erhöhung des Rentenpreises erzielt wird, so läßt damit für den privaten Kapitalisten der Anreiz nach, diese Papiere als Kapitalanlage zu kaufen. Mit dem verminderten Realzins will er sich nicht zufrieden geben, er wird andere Werte aufsuchen, die ihm eine bessere Rente ergeben. Anderseits werden aber auch sehr viele von denjenigen, die ihren Besitz zu niedrigen Preisen gekauft haben, schnell bei der Hand sein, sich eine etwaige Kurssteigerung zunutze zu machen. Die Aussicht auf Gewinn wird in diesen Kreisen ein starkes Angebot auslösen. Die gesetzlich erzwungene Steigerung der Nachfrage wird durch das vermehrte Angebot ausgeglichen, so daß die kursbessernde Wirkung bald aufhören wird. Die Staatspapiere würden nur ihren Besitzer wechseln.

Sodann ist noch auf einen weiteren Punkt hinzuweisen, der bei der Erörterung über den Erfolg der Maßnahme berücksichtigt werden muß. Die Kapitalien der Sparkassen und Versicherungsgesellschaften pflegen in großem Maßstabe in Hypotheken angelegt zu werden. Eine starke Vermehrung des Effektenbestandes, wie sie der Anlagezwang vorsieht, kann somit nur auf Kosten des Hypothekenbesitzes geschehen. Kapitalien, welche sonst dem Hypothekenmarkt zufließen würden, kommen dem Rentenmarkt zugute. Die Folge davon ist, daß der Zinsfuß für Hypotheken

[1] Cohn, S. 218.

etwas anziehen wird. Die Spannung gegenüber dem abnehmenden Realzins der Anleihen wird größer. Damit würde für den Kapitalisten ein erneuter Anreiz geschaffen, seine Interesse mehr und mehr dem Hypothekenmarkt zuzukehren, wo ihm eine sichere Anlage unter weit günstigeren Zinsbedingungen geboten wird als auf dem Anleihemarkt. Wir sehen auch in diesem Falle wieder, daß die durch Zwangskäufer verstärkte Nachfrage auf der anderen Seite illusorisch gemacht wird durch das Nachlassen der freiwilligen Nachfrage, die aber für die Kursbildung in erster Linie ausschlaggebend ist und bleiben wird. Kurzum: Wir können nach diesen Ausführungen mit Recht bestreiten, daß eine dauernde Kursbesserung eintreten wird, weil die Verstärkung der Nachfrage durch zwangsweise Heranziehung bestimmter Institute nicht ein entsprechendes Anwachsen der Gesamtnachfrage nach Staatsanleihen bedingt.

Es gibt noch einen anderen Maßstab, den wir zur Beurteilung der Frage heranziehen können. Das ist der von den Anhängern der Zwangsanlagen viel erwähnte Hinweis auf die englischen und französischen Verhältnisse. In England sind jene kapitalkräftigen Abnehmer, die man bei uns heranziehen will, vorhanden. Dort sind die Sparkassen, Versicherungsgesellschaften usw. gewohnt, große Mengen Konsols aufzunehmen[1]. Ebenso gibt es dort zahl- Aktiengesellschaften, die kräftige Konsolreserven haben; besonders die Banken pflegen diesen Besitz viel stärker als bei uns. Demnach müßten sich die Konsolkurse einer glänzenden Höhe erfreuen. Doch das Gegenteil ist der Fall; sie weisen einen Tiefstand auf wie nie zuvor. (72 % am 31. Dezember 1913 gegenüber einem Durchschnittskurs 112,40 % im Jahre 1897, was einem Kurssturz von rund 40 % entspricht.) Diese Tatsache dürfte genügen, um die Ansicht zu wiederlegen, daß für uns die englischen Verhältnisse unbedingt erstrebenswert seien. Der Kurssturz ließ sich nicht aufhalten, obwohl jener kapitalkräftige Abnehmerkreis vorhanden war. Es sind, wie wir oben ausführten, für die Rentenpreisbildung tiefere Gründe bestimmend, die wir nur aus der Betrachtung des ganzen Kapitalmarktes erkennen können. Als besonderes Beispiel für die Unwirksamkeit von Zwangsanlagen führt Cohn[2] die Einführung der englischen Postsparkassen an (1861), die ihre Einlagen in Konsols anzulegen haben (1910 rund 23 Millionen £). In

[1] Vossische Zeitung, 10. November 1910.
[2] Cohn, S. 218.

den Jahren 1858—1860 standen die damals 3 prozentigen Anleihen auf 97, 95, 94 %; aber in den Jahren 1862—1866: 93, 92½, 90, 89½, 88 %.

In Frankreich war selbst die intensivste Förderung des Absatzes nicht imstande, einer Wertverschlechterung der Renten vorzubeugen. (Durchschnittlich im Jahre 1897: 103,33 %; Kurs am 31. Dezember 1913: 85,37 %, also ein Kursfall von rund 18 %.) Wenn trotzdem der Kurs der 3 prozentigen französischen Renten noch um rund 9 % höher ist als der Kurs der 3 prozentigen Reichsanleihen (76 % am 31. Dezember 1913), so liegt dies in der geringeren Produktivität des französischen Kapitals gegenüber dem unsrigen begründet. Wir haben hier ein reiches Land mit stagnierender Entwicklung, während bei uns die gewaltigen Kapitalansprüche von Handel und Industrie, Staat und Kommunen nur schwer befriedigt werden können. Daher der Unterschied der landesüblichen Zinssätze und somit der Rentenkurse. Aus der Tatsache, daß die Wirtschaftsentwicklung in Frankreich nicht jenen stürmischen Aufschwung genommen hat, wie die unsrige und die englische, ist es auch zu verstehen, daß die Kursrückgänge in Frankreich hinter denen der beiden anderen Staaten zurückbleiben.

Zusammenfassend können wir sagen, daß die Organisation des Absatzes der Anleihen in Frankreich und England versagt hat, sobald der landesübliche Zinsfuß eine steigende Tendenz zeigte. Dieses Moment ist geeignet, die Bedenken, die wir oben gegen den Anlagezwang geltend gemacht haben, noch zu bestärken. In Frankreich und England sind jene kapitalkräftigen Abnehmer vorhanden, die man bei uns erst durch Zwang dem Rentenmarkt zuführen will. Trotzdem hat der Anleihekurs dieselbe Entwicklung genommen wie bei uns. Aus diesem Gedankengang heraus erscheint der Anlagezwang zwecklos, da er die beabsichtigte Wirkung nicht zu erreichen verspricht. Deshalb sind wir berechtigt, die Maßnahme abzulehnen, zumal auch, wie die folgende Untersuchung zeigen soll, für die von dem gesetzlichen Zwang ergriffenen Anstalten sehr erhebliche Folgen daraus resultieren.

II. Die Bedeutung des Anlagezwangs für die privaten Versicherungsgesellschaften.

α) Der jetzige Modus der Kapitalanlagen.

Ein weiterer Teil dieser Darstellung soll sich nun damit beschäftigen, die Bedeutung des Anlagezwangs für die privaten Versicherungsgesellschaften näher zu beleuchten. Der Gesetzgeber hat, wie oben bereits erwähnt wurde, die Absicht geäußert, über kurz oder lang diese Anstalten durch Gesetz zu zwingen, einen Teil ihrer Vermögensbestände in Staatspapieren zu investieren. Diese Bestimmung ist für die betroffenen Gesellschaften sowohl, als auch für weite Kreise unserer Volkswirtschaft von erheblicher Wichtigkeit, so daß eine genaue Betrachtung der daraus resultierenden Folgen sehr wohl am Platze ist.

In den weiteren speziellen Untersuchungen habe ich mich dann auf die Lebensversicherungsanstalten beschränkt. Diese Begrenzung läßt sich aus verschiedenen Gründen rechtfertigen.

Von den Kapitalanlagen der deutschen Versicherungsanstalten entfällt bei weitem der größte Teil (über 80 %) auf die Lebensversicherungsbranche. Demgemäß besitzen auch etwaige Zwangsvorschriften über die Investierung der Kapitalien für sie eine erhöhte Bedeutung. Diese wird noch dadurch verstärkt, daß die Lebensversicherungsgesellschaften bisher der Forderung einer Vermögensanlage in Effekten nur in relativ geringem Maße entsprochen haben, während andere Zweige, wie z. B. die Sach- und Vermögenswertversicherung diese Kapitalsanlage schon viel stärker gepflegt haben. Der Anteil der Staatsanleihen an den gesamten Vermögensanlagen ist bei den Lebensversicherungsanstalten ein minimaler. Es erhellt, daß die Forderung, einen bestimmten Prozentsatz in diesen Werten anzulegen, für diese Institute von viel größerer Wichtigkeit ist, als für die anderen Versicherungszweige, die zum Teil schon beträchtliche Bestände an Staatspapieren aufweisen. Besonders aber wegen der absoluten Höhe

ihrer Fonds bleiben die Lebensversicherungsanstalten die größten Abnehmer für die Staatsrenten, während die anderen Zweige hier nur eine untergeordnete Rolle spielen. Deshalb habe ich mich in der folgenden Untersuchung auch allein mit der Frage befaßt: „Welche Vorteile und Nachteile sich aus der beabsichtigten Zwangsanlage der Vermögensbestände von Lebensversicherungsgesellschaften in Staatspapieren ergeben."

Die Vorschrift eines Mindestbestandes an Staatspapieren greift tief in die inneren Verhältnisse der Gesellschaften ein. Die Grundsätze, nach denen die Lebensversicherungsanstalten bisher ihre Kapitalien zu verwalten pflegten, erfahren dadurch eine weitgehende Umgestaltung.

Bei 43 größeren deutschen Gesellschaften (Akt.-Ges. und V. a. G.) beliefen sich Ende 1910 die Aktiva auf rund 5,2 Milliarden Mark. Der größte Teil dieser gewaltigen Summe dient zur Gewährleistung der aus den Versicherungsverträgen herrührenden Verpflichtungen bezw. zur Deckung des hierfür gebildeten Fonds, des Prämienreservefonds. Dieser Posten kommt neben einer Reihe anderer (gesetzliche Reserven, Sicherheitsreserven usw.) für eine feste Plazierung in erster Linie in Betracht. Nach welchem Modus hat man bisher die zur Verfügung dieses Fonds stehenden Kapitalien angelegt? Ganz allgemein läßt sich sagen nach Maßgabe des § 59 V.-A.-G. Es heißt hier:

Die Anlegung der den Prämienreservefonds bildenden Bestände (§ 57) kann erfolgen:

1 in der im § 1807 Abs. 1 Nr. 1 bis 4 des BGB. für die Anlegung von Mündelgeld vorgeschriebenen Weise. Außerdem dürfen die Bestände bis höchstens zum zehnten Teil des Prämienreservefonds in Wertpapieren, welche nach landesgesetzlichen Vorschriften zur Anlegung von Mündelgeld zugelassen sind, sowie in solchen auf den Inhaber lautenden Pfandbriefen deutscher Hypotheken-Aktien-Banken angelegt werden, welche die Reichsbank in Klasse I beleiht;

2 gegen Verpfändung solcher Hypotheken oder Wertpapiere, in denen eine Anlegung nach Nr. 1 gestattet ist, bis zu 75 % ihres Nennwertes, sofern aber der Kurs niedriger ist, bis zu 75 % des Kurswertes;

3. in der Weise, daß Vorauszahlungen oder Darlehen auf die eigenen Versicherungsscheine des Unternehmers (Polizenbeleihung) nach Maßgabe der allgemeinen Versicherungsbedingungen (§ 9 Nr. 8) gewährt werden;

4. mit Genehmigung der Aufsichtsbehörde in Schuldverschreibungen inländischer kommunaler Körperschaften, Schulgemeinden und Kirchengemeinden, wofern diese Schuldverschreibungen entweder von seiten des Gläubigers kündbar sind oder einer regelmäßigen Tilgung unterliegen.

Kann die Anlegung den Umständen nach nicht in einer dem Abs. 1 entsprechenden Weise erfolgen, so ist eine vorübergehende Anlegung bei der Reichsbank, bei einer Staatsbank oder bei einer durch die Aufsichtsbehörde dazu für geeignet erklärten anderen inländischen Bank oder öffentlichen Sparkasse gestattet.

Das V.-A.-G., das den Versicherten schützen soll, hat die Tendenz, die Vermögensanlagen der Versicherungsanstalten (speziell den Prämienreservefonds der Lebensversicherungsinstitute) in erster Linie unbedingt sicher zu stellen. In ihrer Funktion als Sparkasse müssen die Gesellschaften dies Erfordernis stets beachten. Das Aufsichtsamt hat nun darüber zu wachen, daß die Institute die zur Verfügung des Prämienreservefonds stehenden Posten auch nach Maßgabe des § 59 V.-A.-G. verwenden. Innerhalb dieses Rahmens können die Gesellschaften frei verfügen. Da setzt nun die Tätigkeit der Geschäftsleitung ein, die naturgemäß Gewicht darauf legt, daß die Geldanlagen einen gleichmäßigen, möglichst günstigen Zinsertrag liefern. In den bisherigen Geschäftsgrundsätzen, die sich in einer jahrelangen Praxis ausgebildet haben, und die im wesentlichen schon vor Inkrafttreten des Aufsichtsgesetzes von 1901 befolgt wurden, soll nun eine Umwälzung eintreten. Die Verfügungsfreiheit der Gesellschaften wird weiter beschränkt, wenn sie gezwungen werden, einen bestimmten Prozentsatz ihres Vermögens in Staatspapieren anzulegen. Jedenfalls erfährt die bisherige Anlagepraxis der Gesellschaften eine tiefgehende Änderung. Bevor wir dies näher betrachten, müssen wir erst den jetzigen Zustand eingehender beleuchten.

In welcher Weise haben die Gesellschaften bisher ihre Kapitalien angelegt? Diese Frage ist hier an der Hand ziffernmäßigen Materials zu beantworten. Der Darstellung liegen die Angaben von 43 größeren deutschen Lebensversicherungsanstalten zugrunde, teils Aktiengesellschaften, teils Gegenseitigkeitsvereinen. Aus der Aktivseite der Bilanz vom 31. Dezember 1910 sind diejenigen Posten ausgezogen, welche als Anlagewerte hauptsächlich

in Betracht kommen. Es sind nur diejenigen Werte in Ansatz gebracht, die zur Erzielung von Zins- oder Mietserträgen längere Zeit angelegt sind[1]. Es sind dies kurz: Grundbesitz, Hypotheken und Darlehen an öffentliche Körperschaften, Wertpapiere und Polizedarlehen. Die übrigen Posten (Wechsel, Darlehen auf Wertpapiere und sonstige Anlagen) spielen nur eine bescheidene Rolle. Das Guthaben bei Banken aus dem Kontokorrentverkehr und bei anderen Versicherungsgesellschaften ist mehr von Zufälligkeiten abhängig und kommt hier nicht in Frage.

Die Gesamt-Aktiva betragen bei 43 Lebensversicherungsgesellschaften rund 5,170 Milliarden Mark[2]. Davon entfallen auf Hypotheken (inkl. Kommunaldarlehen) allein rund 4,166 Milliarden Mark = rund 80,6 %. Dann kommen die Beleihungen der Versicherungspolizen mit rund 342 Millionen = 6,6 %, der Grundbesitz mit rund 93 Millionen = rund 1,8 %, und schließlich die Wertpapiere mit rund 152 Millionen = 2,9 %. Der Rest der Gesamtaktiva entfällt auf eine Reihe anderer Posten, die hier nicht gesondert aufgeführt werden. Ein Teil der gewaltigen Summe von über 5 Milliarden Mark soll nun für den Rentenmarkt nutzbar gemacht werden. Da interessiert es nun, zu erfahren, in welchem Maße diese Anstalten bisher schon Staatsanleihen besessen haben. Daraufhin habe ich den Effektenbesitz der Anstalten untersucht. Die Angaben, wieviel davon auf Anleihen des Reichs und der Bundesstaaten entfallen, habe ich teils aus den Geschäftsberichten entnommen, teils wurde es mir von den Gesellschaften direkt mitgeteilt. Danach bestanden etwas mehr als die Hälfte des Effektenbesitzes aus Staatsanleihen und Schatzanweisungen. Da will nun der Gesetzgeber den Hebel ansetzen, indem er die Anstalten zwingt, einen viel beträchtlicheren Prozentsatz ihres Vermögens in Staatsrenten anzulegen. Der Zweck dieses Vorgehens wurde oben bereits eingehend dargestellt. Da es sich vorläufig noch um Vorschläge handelt, so können wir noch nicht sagen, ob und in welchem Maße der Anlagezwang in Kraft treten soll. Nehmen wir mal an, daß dieselben Bestimmungen, wie für die Zwangskäufer öffentlich-rechtlichen Charakters Platz greifen sollen, so müßten die Gesellschaften 25 % ihres Gesamtvermögens in Renten investieren, während sie jetzt rund 1$^1/_2$ % davon besitzen. Falls

[1] Die Entwicklung des priv. Vers. W. von 1902—1906.
[2] Wallmann, 1910, S. 43 ff.

die Maßnahme bereits jetzt in dieser Ausdehnung Gültigkeit hätte, so würden die Gesellschaften einen Anleihebestand von über einer Milliarde Mark ihr eigen nennen. Was würde die direkte Folge davon sein? Die anderen Anlagen müßten dementsprechend eingeschränkt werden. Dies ist aber bei den Titeln Grundbesitz, Polizedarlehn sowie den kleineren Posten nur schlecht möglich. Es bleibt somit die Tatsache bestehen, daß die Ausdehnung des Effektenbesitzes sich lediglich auf Kosten der Hypotheken vollziehen kann. Diese Art der Kapitalsanlage könnte nicht mehr in dem Maßstabe gepflegt werden, wie bisher. Nun gibt es Stimmen, welche diese Erscheinung mit Freuden begrüßen würden, ausgehend von dem Gedanken, daß der bisherige Anlagemodus der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften überhaupt reformbedürftig sei. Aus versicherungstechnischen Gründen sei die starke Bevorzugung der Hypotheken nicht unbedenklich. Dieser Vorwurf ist weiter unten auf seine Berechtigung hin zu prüfen. Gewiß erscheint die Art der Kapitalsanlage bei den deutschen Anstalten eigenartig besonders im Vergleich mit den Verhältnissen in anderen Staaten. Hierauf wurde auch stets von der Regierung hingewiesen[1]. Die Kapitalanlagen der englischen Institute stellen sich folgendermaßen dar:

Bilanzwert in 1000 Pfund Sterling. Ende 1907.

Anlagen insges.	Davon Grdbes.	Hypoth.	Wertpap.	Pol. Darlehn	Darlehn gegen Bürg.
366 717	39 208	99 238	161 420	64 713	2138

Von den Kapitlanlagen der französischen Lebensversicherungsunternehmungen erhalten wir folgendes Bild[2]:

Bilanzwert in 1000 Franks. 1907.

Anlagen insges.	Davon Grdbes.	Hypotheken	Wertpapiere	Pol., Darlehn	Nutzungen
2 497 824	570 078	153 297	1 577 280	91 312	105 857

Die Ziffern lehren zunächst, daß in den beiden Staaten der Hypothekenbestand in den Vermögensanlagen der Gesellschaften nicht die vorherrschende Rolle spielt, wie bei uns. Er tritt vielmehr zurück gegenüber dem Effektenbesitz (in Frankreich sogar gegen den Grundbesitz). Auf diese Tatsache weisen die Befürworter der Zwangsanlagen mit Vorliebe hin und stellen diesen

[1] Denkschrift d. Sch. A., Bd. IV, S. 257.
[2] Desgl. S. 259.

Zustand als für uns erstrebenswert dar. Wenngleich der Anlagezwang in erster Linie dadurch motiviert wird, daß der Staat für seine Anleihen einen ausgedehnten Abnehmerkreis schaffen müsse, so wird jedoch auch von einzelnen Seiten darauf hingewiesen, daß der Vermögensanlage in Staatsrenten schlechthin ein Vorzug gegenüber der in Hypotheken einzuräumen sei. Diese Behauptung soll zunächst den Gegenstand der Untersuchung bilden. Wenn es gelingen sollte, nachzuweisen, daß die Staatsrenten für die Kapitalsanlagen der deutschen Lebensversicherungsanstalten geeigneter als die Hypotheken oder zum mindesten gerade so gut wie diese wären, so ständen der Einführung des Anlagezwangs in weitester Ausdehnung keine Bedenken entgegen.

β Vergleich zwischen der Hypothekenanlage und der Anlage in Staatsrenten.

Bei der Investierung und Verwaltung ihrer Kapitalien müssen die Versicherungsgesellschaften eine Reihe wichtiger Momente im Auge behalten. Diese lassen sich kurz zusammenfassen in die Schlagworte: Solidität, Liquidität und Rentabilität der Anlagen. Nur wenn nach diesen Gesichtspunkten gewirtschaftet wird, haben wir eine gewisse Garantie dafür, daß die Gesellschaften in der Lage sind, die von ihnen übernommenen Verpflichtungen zu erfüllen, Bei der Beantwortung der Frage: „Wie sollen die Gesellschaften das ihnen anvertraute Geld anlegen?"[1] müssen wir unsere Ansicht darauf stützen, in wiefern die zu befürwortende Anlage den erwähnten drei Erfordernissen entspricht. Dabei ist jedoch in jedem Falle auf die Eigentümlichkeiten der einzelnen Versicherungszweige zu achten. Man darf hier nicht von vornherein für alle bindende Normen aufstellen. Der versicherungstechnische Charakter der Kapitalien in den verschiedenen Branchen weist große Unterschiede auf. Dadurch werden naturgemäß die Grundsätze, gemäß denen die Gelder zu verwalten sind, entscheidend beeinflußt. In unserem konkreten Falle handelt es sich um Lebensversicherungsinstitute. Es sind somit stets die technisch-ökonomischen Bedingungen zu berücksichtigen, die für die Fonds dieser Institute maßgebend sind.

Wir wollen im folgenden einen Vergleich anstellen, welche Anlage für das Vermögen der Lebensversicherungsgesellschaften die

[1] Hilbert, S. 6.

geeignetere ist: Die bisherige vorzugsweise Form der Plazierung in Hypotheken oder die jetzt vorgeschlagene Investierung in Staatsrenten. Dr. Bischoff formuliert diese Frage folgendermaßen:[1] „Ist die dauernde Erfüllbarkeit der aus den Lebensversicherungsverträgen den Versicherungsinteressenten gegenüber sich ergebenden Verpflichtungen genau so gut gesichert bei einem Betriebsfundament von erstklassigen Staatspapieren wie bei einem solchen von erstklassigen Hypotheken?"

Einen Maßstab, nach welchem wir die beiden Arten gegeneinander abschätzen können, bieten uns die oben aufgestellten Normen. Betrachten wir also zunächst das Moment der Solidität der Kapitalsanlagen.

Die Sicherheitsfrage ist das Grunderfordernis des ganzen Betriebes. Um diesen ersten wirtschaftlichen Zweck zu erfüllen, müssen sich die Anstalten bei der Kapitalsverwendung auf solche Werte beschränken, bei denen irgendwelche Verluste nach Möglichkeit ausgeschlossen erscheinen[2]. Es muß für die bei den Anstalten gebildeten Fonds (Prämienreserven usw.) stets voll und ganz Deckung vorhanden sein. Wenn eine Vermögensanlage dieser Forderung entspricht, so können wir sie als sicher bezeichnen. Das Aufsichtsamt betrachtet es als seine wichtigste Aufgabe, darüber zu wachen, daß die Anstalten nur solide Werte anschaffen und sich von jeder spekulativen Anlage fern halten. Nur dann sind die Ansprüche der Versicherten gegenüber den Anstalten hinreichend gesichert. Das Äquivalent dieser Forderungen ist der Prämienreservefonds, für dessen Verwaltung das Gesetz strenge Normen aufgestellt hat. Daraus geht zur Genüge hervor, welche bedeutende Rolle die Sicherheitsfrage in dem Betriebe der Lebensversicherung spielt. Elster bemerkt hierzu[3]: „Bei keiner Versicherungsbranche aber ist die Solidität und die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft eine so absolut notwendige, als gerade bei der Lebensversicherung. Hier haben wir es mit sauer erworbenen Ersparnissen von Tausenden zu tun, die fort und fort der Gesellschaft anvertraut werden und an welche sich die teuersten Hoffnungen knüpfen. Oft erst nach einem Zeitraum von einem halben Jahrhundert laufen diese Versicherungen ab und es ist notwendig,

[1] Veröffentlichungen des deutschen Vereins f. V. W., Heft 21, S. 21.
[2] Hilbert a. a. O.
[3] Elster, Lebensversicherung in Deutschland.

daß alles vermieden wird, was die Erfüllung dieser wohl erworbenen Ansprüche irgendwie gefährden kann."

Die weitaus wichtigste Art der Kapitalverwendung ist bei unseren Lebensversicherungsanstalten die Anlage in Hypotheken. Wie sieht es nun mit deren Sicherheit aus? Genaueres hierüber besagt der § 60 V.-A.-G. Es heißt hier:

„Bei der Anlage der Bestände des Prämienreservefonds nach der Vorschrift des § 59 Abs. 1 Nr. 1 darf die Sicherheit einer Hypothek, einer Grundschuld oder einer Rentenschuld angenommen werden, wenn die Beleihung die ersten drei Fünfteile des Wertes des Grundstücks nicht übersteigt. Soweit jedoch die Zentralbehörde eines Bundesstaates gemäß § 11 Abs. 2 des Hypothekenbankgesetzes die Beleihung landwirtschaftlicher Grundstücke bis zu zwei Dritteilen des Wertes gestattet hat, darf die Sicherheit auch bei einer solchen Beleihung angenommen werden. Die Beleihungen dürfen der Regel nach nur zur ersten Stelle erfolgen." . . .

Bemerkenswert hierbei ist, daß die Sicherheit einer Hypothek reichsrechtlich bestimmt ist und nicht, wie in BGB. § 1807 Abs. 2 der Landesgesetzgebung überlassen bleibt[1]. Die Kontrolle des Aufsichtsamtes wird dadurch bedeutend erleichtert, daß hier einheitliche Grundsätze maßgebend sind. In erläuternder Weise hat das Amt dann noch besondere Normen für die Beleihung und Wertsermittlung inländischer städtischer[2] Grundstücke und ebenso für die ländlichen Grundstücke[3] aufgestellt.

Die Tatsache, daß die Gesellschaften über 80 % ihrer Anlagen dem langfristigen Kredit zuwenden, beweist, daß diese Form der Kapitalsanlage hinsichtlich der Sicherheit den gewünschten Anforderungen entspricht. Andernfalls würde das Aufsichtsamt hier schon eingegriffen haben. Mit schärfer Aufmerksamkeit wacht diese Behörde darüber, daß der Hypothekenbestand nur erstklassige Werte umfaßt. Deshalb ist die fortlaufende Kontrolle eine ziemlich scharfe. Das Amt sieht eine besondere Gefahr in den Taxierungen, die den Beleihungen zugrunde liegen[4]. Darum läßt es sich bei dem Verkauf beliehener Grundstücke die Kaufpreise nachweisen und vergleicht diese mit den für die Beleihung

[1] Kommentar z. V. A. G. v. Könige, S. 379.
[2] Veröffentlichungen d. Aufs.-Amtes 1904, S. 44.
[3] Desgl. 1908, S. 61.
[4] Ehrenzweig 1910, S. 110.

maßgebenden Taxen. Auf diese Weise läßt sich ein genauer Überblick darüber gewinnen, ob die Sicherheitsgrenze der Hypotheken nicht zu weit gezogen ist. Es liegt eben eine besondere Schwierigkeit darin, daß das Taxwesen nicht einheitlich geregelt ist[1]. Wie das Aufsichtsamt aber selbst angibt, ist die Zuverlässigkeit der Taxen, ihre Übereinstimmung mit den erzielten Kaufpreisen, in den letzten Jahren ständig fortgeschritten. Ebenso wie die freihändigen Verkäufe bieten auch die notwendig gewordenen Zwangsversteigerungen einen Maßstab für die Sicherheit der Beleihungen. Verluste sind hier im Geschäftsjahr 1910 kaum entstanden und nur in einzelnen Fällen sahen sich Gesellschaften gezwungen, von ihnen beliehene Grundstücke käuflich zu erwerben. Häufig ging das Meistgebot um ein Beträchtliches über die Höhe der Beleihung hinaus. Alles in allem können wir bezüglich der Sicherheit der Hypothekenanlagen mit Dr. Bischoff bemerken[2]: „Eine nach den bei uns bestehenden genauen Bewertungsvorschriften ausgewählte großstädtische Hypothekenanlage innerhalb von sechs Zehnteln des Immobilienwertes entspricht in gradezu unübertrefflicher Weise den pflichtmäßigen Anforderungen."

Wenn wir als Hauptbedingung der Vermögensanlagen von Versicherungsanstalten die Solidität bezeichnet hatten, so ist darunter zu verstehen, daß die Anlagen ihren Wert stets voll und ganz bewahren müssen, besonders auch zur Zeit von Krisen wirtschaftlicher oder politischer Natur. In solchen schwierigen Zeiten, die meist auf den Kredit äußerst lähmend wirken, bleibt den Hypotheken ihre greifbare Unterlage, der Grund und Boden. Dies ist nach Hilbert[3] der Teil des Nationalvermögens, der sich vor allen anderen Werte an physischer Stetigkeit auszeichnet und daher dem Darlehnsgeber die größtmöglichste Sicherheit gewährt. Ebenso liegt bei zuverlässigen Taxen in den Baulichkeiten noch eine weitere Sicherheit. Derartige unmittelbar realisierbare Pfandobjekte können nicht so leicht ihren Wert verlieren. Zwar können infolge von Krisen und anderen Umständen Grundrente und Mietpreise fallen, aber der Sturz muß schon ein sehr erheblicher sein, wenn die kapitalisierte Rente nicht mehr drei Fünftel des bisherigen Grundstückswertes ausmachen sollte. Die große Sicherheit der Hypotheken beruht darauf, daß nur ein mäßiger Teil (bis

[1] Veröffentl. d. d. A. A. 1907, S. 57.
[2] Veröffentl. d. Deutschen Ver. f. V. W., Heft XXI, S. 22.
[3] Hilbert, S. 46.

zu 60 %) des von sachverständiger Seite geschätzten Wertes des Grundstückes beliehen wird, während sein Gesamtwert für die Schuld nebst Zinsen haftet.

Ziehen wir noch einmal das Fazit aus den gemachten Ausführungen, so können wir bemerken, daß bei der hervorragenden Ausbildung des Hypothekenkredits in Deutschland die erste Hypothek innerhalb der vom Aufsichtsamt gezogenen Beleihungsgrenze als denkbar sicherste Kapitalanlage zu bezeichnen ist. Diesen Gedanken hat sich die Praxis zu eigen gemacht, schon lange bevor die staatliche Aufsicht über den Gesellschaften wachte. Seit langem bildet die Hypothek die wichtigste Kapitalanlage unserer Lebensversicherungsgesellschaften. Man hat sie daher mit Recht als „die klassische Anlageform für die Lebensversicherungsprämien" bezeichnet[1].

Dieser Anlagetypus soll nun eine Einschränkung erfahren zugunsten des Effektenbesitzes der Gesellschaften. Mehr als bisher sollen Staatsrenten zur Belegung der verfügbaren Gelder verwendet werden, das ist die Tendenz des Anlagezwangs. Sogleich erhebt sich die wichtige Frage: Entspricht die neue Anlage dem Erfordernis der Solidität in demselben Maßstabe, wie dies bei den Hypotheken der Fall ist? In der Erörterung der Ursachen des niedrigen Kursstandes unserer Anleihen wurde das Moment der Sicherheit bereits kurz gestreift. Es kann kein Zweifel darüber bestehen, daß unsere deutschen Staatsfonds bezüglich ihrer Fundierung nach wie vor erstklassiger Qualität sind und in dieser Hinsicht nicht nur dem Staatskredit ausländischer Staaten nicht nachstehen, sondern diese zum Teil wesentlich übertreffen. Unser Staat ist ein Schuldner von größter Sicherheit, das läßt sich nicht bestreiten. Seine Schuldverschreibungen stehen unter den festverzinslichen Werten oben an. Regelmäßig gehen zu den festgelegten Terminen die Zinsen ein, und die Sicherheit der Forderung wird garantiert durch das gesamte Nationalvermögen. An Solidität stehen unsere heimischen Staatsanleihen ebenbürtig neben der Hypothekenanlage, solange wir einigermaßen normale Zeiten ins Auge fassen. Wie wird die Sachlage sich jedoch in schwierigen Augenblicken gestalten? Werden die schweren Erschütterungen des Wirtschaftslebens in Krisenzeiten die Sicherheit der Anleihen unberührt lassen? Das sind naheliegende Fragen, die eingehender

[1] Dr. Bischoff, a. a. O.

zu betrachten sind. Ohne ein notorischer Schwarzseher zu sein, kann man z. B. mit der Möglichkeit eines unglücklich verlaufenen Krieges rechnen. Dies hat im Gefolge, daß die Ausgabenlast des Staates gewaltig wächst. Falls man nicht die Steuerschraube allzusehr anziehen will, muß der Staat mit neuen Anleihen an den Markt treten. Vielleicht sieht sich der Staat sogar genötigt, in solchen schwierigen Zeiten mit der Verzinsung seiner Anleihen im Rückstand zu bleiben, oder mit anderen Worten, Zinsmoratorien nachzusuchen.

Zur Zeit der napoleonischen Kriege 1807—1814 sah sich Preußen wiederholt gezwungen, die Verzinsung seiner Staatsschulden einzustellen[1]. Die Zahlungseinstellung einerseits, sowie das stark vermehrte Angebot von Staatsrenten anderseits, sind sehr wohl geeignet, den Wert der Obligationen empfindlich herabzudrücken. Nehmen wir nun an, daß eine Versicherungsanstalt als Deckung des Prämienreservefonds einen größeren Bestand an Staatspapieren aufweist, so erleidet dieser Besitz eine bedeutende Werteinbuße. Da der Prämienreservefonds aber den Gegenwert der Versicherungsansprüche bildet, so wird auch deren Erfüllung in Frage gestellt. Die Fonds der Lebensversicherungsgesellschaften sollen aber derart beschaffen sein, daß sie die Befriedigung der aus den Versicherungsverträgen resultierenden Forderungen jederzeit gewährleisten. Die Kapitalsanlage in Staatspapieren ist deshalb als Betriebsgrundlage für diese Institute nicht vollkommen unbedenklich. In Krisenzeiten können Zahlungsschwierigkeiten entstehen. Es muß zugegeben werden, daß die hypothekarische Anlage in solchen Momenten den Gesellschaften eine größere Sicherheit bietet als die Anlage in Staatspapieren. Hinter der Hypothek steht immer noch die reale Unterlage, der Grund und Boden. Dieser Punkt darf nicht unterschätzt werden.

Zu der Sicherheitsfrage bei den beiden Anlageformen läßt sich noch einmal kurz folgendes bemerken: In normalen Zeiten ist es überflüssig, einen Vergleich zwischen der Ia-Hypothekenausleihung und der Investierung in Staatsrenten anzustellen. Es besteht an der Sicherheit beider kein Zweifel. In Krisenzeiten ist der bisherigen Anlageform (Hypothek) gegenüber der neuen (Staatsrenten) ein kleiner Vorsprung einzuräumen, da die erstere wertbeständiger ist. Es wäre jedoch verkehrt, deshalb schon die

[1] Von Heckel, im Bank-Archiv, 1911, S. 161 ff.

Staatsrenten von der Vermögensanlage der Lebensversicherungsgesellschaften auszuschließen. Was in dem Vorhergehenden dargestellt wurde, war immerhin ein extremer Fall, der so leicht nicht eintreten wird. Eine Anlage von absoluter Sicherheit gibt es nicht; das Beispiel sollte zeigen, daß relativ die Hypothekenanlage zum mindesten ebenso gesichert erscheint wie die Anlage in Staatsschuldverschreibungen. Bevor wir jedoch unser Urteil darüber abgeben, ob die Staatsrenten sich als Vermögensanlage für die Lebensversicherungsanstalten eignen, müssen wir sie noch in bezug auf die anderen Gesichtspunkte prüfen, die oben für die Kapitalanlagen aufgestellt wurden.

Da war in zweiter Linie das Moment der Liquidität erwähnt worden. Dieser Punkt ist von erheblicher Wichtigkeit, zumal man ihn bei der Erörterung des Anlagezwangs zugunsten der Staatsrenten in das Feld führt. Die bisherige Anlage in Hypotheken soll in dieser Beziehung bedeutend unterlegen sein. Ja, man betrachtet die gewaltigen Hypothekenbestände der Lebensversicherungsgesellschaften als eine direkte Gefahr für die Zahlungsbereitschaft.

Eine Anstalt muß in der Lage sein, die an sie herantretenden finanziellen Ansprüche prompt zu erledigen. Zu diesem Zwecke muß eine bestimmte Summe flüssiger Geldmittel vorhanden sein. Das notwendige Maß der Bereitstellung von Mitteln hängt in erster Linie von dem zu erwartenden Zufluß und Abfluß der Mittel ab[1]. Was den Eingang an Barmitteln anbetrifft, so kommen zunächst die Prämienzahlungen der Versicherten in Betracht. Sie bilden den größten Teil der laufenden Einnahmen und gehen speziell bei der Lebensversicherung mit großer Stetigkeit ein. Die Lebensversicherungsanstalten haben die Funktion von Sparbanken, die jedoch in mancher Beziehung ihre Eigentümlichkeiten aufweisen. Wie diese kommen sie als Vermögensverwaltungsinstitute in Frage. Sie sammeln die Überschüsse der Einzelwirtschaften und führen sie produktiven Zwecken zu. Jedoch schon in der Zufuhr der Gelder besteht zwischen den beiden Instituten ein großer Unterschied[2]. Die Depositengelder gehen lange nicht mit der Regelmäßigkeit ein wie die Prämien der Lebensversicherungsgesellschaften. Wer einen Lebensversicherungsvertrag abschließt, verpflichtet sich für lange Zeiträume, oft für sein ganzes Leben zur periodischen Zahlung bestimmter Beträge. Er kann diese Möglichkeit nicht nach Belieben unterbrechen. Falls er seinen Verpflichtungen der Anstalt gegenüber nicht weiter nachkommen will oder kann, so bleibt ihm das Recht des Polizerückkaufs. Jedoch wird dieser Weg, der mit dem Verlust der aufgesammelten Zinsen verbunden ist, nur in geringem Maßstabe beschritten. (1910 zirka 17 Millionen Mark gegenüber rund 600 Millionen Mark Prämieneinnahmen.) Alles in allem können die Lebensversicherungsgesellschaften mit großer Sicherheit auf einen festen Eingang von Prämiengeldern rechnen, der sich dank der glänzenden Entwicklung des Versicherungswesens ständig vergrößert. Den zweiten Teil der Einnahmen bilden die Zinsen und Mieten aus Kapitalanlagen; sie stellen ebenfalls einen ziemlich konstanten Faktor dar. Die übrigen Einnahmen aus Polizegebühren, Kursgewinn usw. sind unerheblich. Zusammenfassend läßt sich sagen: die laufenden Einnahmen der Lebensversicherungsgesellschaften können mit großer Sicherheit regelmäßig erwartet werden. Dieser Punkt muß bei den finanziellen Aktionen der Anstalten entsprechend berücksichtigt werden[1].

Konnten wir schon in der Zufuhr der Gelder einen erheblichen Unterschied von den Depositenbanken beobachten, so tritt dies noch mehr in Erscheinung, wenn wir die Ausgaben der Gesellschaften ins Auge fassen. Bei den Sparinstituten steht es dem Einleger frei, über seine Kapitalien ganz oder teilweise (je nach Abmachung) zu verfügen, falls er deren bedarf. Diese Kassen können sich also jeden Tag vor die Möglichkeit gestellt sehen, große Beträge auszahlen zu müssen. Deshalb besteht das dringende Erfordernis einer weitgehenden Liquidität der Bestände. Anders liegt die Sache bei den Lebensversicherungsgesellschaften, die sich ebenfalls von allen anderen Versicherungszweigen deutlich abheben. Alle Versicherung ist an eine dreifache Ungewißheit geknüpft[2]: incertus an, quando, quomodo? Bei der Lebensversicherung ist nur das wann und wie fraglich, der Eintritt des Schadenfalls ist sicher. Nun ist aber die Lebensversicherung durch ihre immer exakter werdenden Sterblichkeitstafeln instand gesetzt, mit ziemlicher Genauigkeit den Eintritt der Fälligkeit

[1] Hilbert, S. 9.
[2] Dr. Meltzing, b. Neumann, 1911, S. 557.

[1] Hilbert, S. 9.
[2] A. Wagner, b. Schönberg, II, S. 365.

der Versicherungssummen festzustellen. Auf Grund eingehender statistischer Beobachtungen konnte man bemerken, daß die Wahrscheinlichkeit der Todesfälle, abgesehen von Kriegen und Epidemien, für bestimmte Gruppen von Menschen ziemlich konstant ist[1], oder wie Manes bemerkt[2]: Die statistische Forschung hat das Ergebnis geliefert, daß für einen größeren Kreis von Menschen das Absterben in den verschiedenen Lebensaltern nach einer gewissen Regelmäßigkeit vor sich geht, die als Sterblichkeitsgesetz oder Absterbeordnung bezeichnet wird.

Die praktische Verwertung dieser Forschungen für die Prämienberechnung interessiert uns an dieser Stelle noch nicht. Hier handelt es sich um die Tatsache, daß die Gesellschaften in der Lage sind, einen Überblick über die fällig werdenden Versicherungsansprüche zu besitzen. Dies Moment spielt bei den Dispositionen über die zur Verfügung stehenden Kapitalien eine entscheidende Rolle. Dadurch wird ihnen ein wertvoller Wegweiser in die Hand gegeben, wie sie bei der Belegung ihrer Gelder verfahren dürfen. Sie können mit ziemlicher Sicherheit ihren Bedarf an flüssigen Mitteln voraussehen[3]. Ein Teil der fälligen Beträge ist sogar genau fixiert, nämlich die bei Lebzeiten der Versicherten zahlbaren Summen. (Versicherung auf den Erlebensfall).

Bevor wir die Bilanz einer Lebensversicherung auf ihre Liquidität hin prüfen, müssen wir den wichtigsten Posten auf der Passivseite, den Prämienreservefonds, noch einer näheren Betrachtung unterziehen. Bei der Lebensversicherung werden jährlich, wenn nicht von vornherein ein Kapital deponiert wird, Summen eingezahlt; diese werden aufgesammelt, zu einem Kapital konzentriert und dieses durch Zinseszinsen erhöht[4]. Es ist dies die Prämienreserve. Wir können die einzelnen Prämienzahlungen auch als Teilzahlungen auf ein später fällig werdendes Kapital bezeichnen. Hier tritt der oft betonte Charakter der Lebensversicherung als Sparbank deutlich hervor[5]. Die Prämien müssen bis zum Eintritt des Todes des einzelnen reserviert und verzinslich angelegt werden. Versicherungstechnisch läßt sich die Bildung der Prämienreserve auf folgende Weise erklären. Im allgemeinen

[1] Hilbert, S. 10.
[2] Manes, S. 72.
[3] Neumann, 1909, H. 5.
[4] Conrad, S. 459.
[5] Wagner, b. Schönberg, S. 452.

herrscht das System der gleich bleibenden Prämienzahlung. Wenn nun jemand in jungen Jahren eine Versicherung auf den Todesfall abschließt, so ist das Risiko, daß der Versicherungsfall eintritt, naturgemäß geringer als in einem höheren Alter. Mit zunehmenden Jahren wächst das Risiko. Der Versicherte zahlt bei gleichbleibender Prämienleistung mithin in den ersten Jahren eigentlich viel mehr, als er rein rechnungsmäßig für die Deckung des Jahresrisikos zu zahlen hätte, während dies in den letzten Jahren umgekehrt wird[1]. Daher dürfen die Versicherungsanstalten nicht die in jedem Jahre vereinnahmten Prämien verbrauchen, sondern müssen den über das Jahresrisiko gezahlten Teil der Prämien aufspeichern. Hieraus ergibt sich der Begriff der Prämienreserve, den wir hier kurz beleuchten mußten.

Nun erhebt sich die Frage: Können wir diesen Posten der Bilanz als langfristige Verbindlichkeit bezeichnen oder nicht? Denn davon ist wieder die Art des Aktivgeschäftes maßgebend, das ihm gegenübersteht. Hier läßt sich wieder die Analogie mit den Banken feststellen. Für deren Kreditgeschäft besteht die Grundregel[2]: Die Bank soll keinen anderen Kredit geben als nehmen. Das Passivum in den Bilanzen der Lebensversicherungsgesellschaften besteht überwiegend aus Verbindlichkeiten, die niemals auf einmal, sondern immer nur in langen Zwischenräumen nach bewährten Wahrscheinlichkeitsberechnungen nach und nach zu erfüllen sind. Verträgt es sich nun mit dem Betriebe der Lebensversicherung, daß die Gesellschaften bei ihren Aktivgeschäften vorwiegend den langfristigen Hypothekenkredit pflegen? Dieses Moment ist entscheidend für die Beurteilung der Liquiditätsfrage. Hilbert kommt nach einer Erörterung über diesen Punkt zu dem richtigen Resumée[3]:

„Entsprechend der äußerst festen mathematischen Grundlage sind die Lebensversicherungen in der Lage, im Gegensatz zu den übrigen Versicherungszweigen einen relativ größeren Teil ihres Vermögens in festen Werten und auf längere Zeit anzulegen."

Die Liquiditätsfrage wurde auch in der Versammlung des deutschen Vereins für Versicherungswissenschaft vom 6. Dezember 1910 besprochen. Dr. Mueller kommt da zu dem Schluß[4]:

[1] Manes, S. 74.
[2] Von Schanz, Art. Banken, W. D. V., S. 326.
[3] Hilbert, S. 11.
[4] Heft XXI d. Veröffentl., S. 8.

„Je mehr ein Versicherungszweig aus versicherungstechnischen Gründen genötigt ist, dauernde Rücklagen zu machen, und je zuverlässiger er seinen Bedarf an liquiden Mitteln voraussehen kann, desto höher sind seine Anlagen in Hypotheken. Müssen aber verhältnismäßig große Bestände leicht verfügbar gehalten werden, so steigt der Prozentsatz der Wertpapiere — — —"

Dem Umstand entsprechend, daß die Fonds der Lebensversicherungsgesellschaften einen festen Bestand darstellen, haben diese Institute auch den größten Teil ihrer Kapitalien in Hypotheken angelegt. Die Praxis hat dies Verfahren als richtig anerkannt. Als der Staat dazu überging, die privaten Versicherungsunternehmungen seiner Aufsicht zu unterstellen, hat er sich diesen Gedanken zu eigen gemacht, indem das Aufsichtsamt für private Versicherungsunternehmungen vom 12. Mai 1901 in § 59 für die Anlegung der den Prämienreservefonds bildenden Bestände die mündelsicheren Hypotheken ohne Einschränkung zuließ.

Aus den bisherigen Ausführungen konnten wir entnehmen, daß die Liquidität oder die Möglichkeit, eine schnelle Realisation der Bestände zu erzielen, bei den Lebensversicherungsanstalten nicht dieselbe Rolle spielt, wie bei den Sparkassen und Depositenbanken einerseits, und einer Reihe von Versicherungszweigen anderseits. Trotzdem ist sie in manchen Fällen, in denen plötzlich größere Zahlungsansprüche an das Unternehmen gestellt werden, von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Ist in solchen Augenblicken die Zahlungsbereitschaft der Lebensversicherungsgesellschaften bei dem heutigen Modus der Kapitalanlage genügend gesichert? Unter gewöhnlichen Umständen dürfte sie den gestellten Anforderungen genügen. Die fällig werdenden Ansprüche können, wie bereits oben erwähnt wurde, im voraus berechnet werden[1]. Die immer wieder zu beobachtende Untersterblichkeit beweist, daß die Sterbetafeln mit großer Genauigkeit aufgestellt sind. Auf welche Weise finden nun unter den heutigen Verhältnissen die Versicherungsansprüche ihre Deckung. In erster Linie kommen die laufenden Einnahmen aus Prämien und Zinsen in Betracht. Außerdem besitzen die Gesellschaften zumeist noch einen kleinen Bestand von sofort realisierbaren Werten (Guthaben bei Banken, reichsbankmäßige Wechsel usw.). Daß diese Einnahmen zur Deckung der an die Gesellschaften herantretenden

[1] Dr. Bischoff, b. Neumann, 1911, H. 11.

Anforderungen durchaus hinreichend sind, wird durch folgende Ziffern des Aufsichtsamtes erwiesen. So betrugen in den Jahren 1902—1908 die Durchschnittszahlen dieser Jahre[1]:

Prämieneinnahmen	ℳ 283 090 142,—
Zinseneinnahmen	ℳ 122 709 545,—
Summa . . .	ℳ 405 799 587,—
Dagegen:	
Zahlbare Versicherungssummen	ℳ 190 640 793,—
Zahlungen für vorzeitig aufgelöste Versicherg.	ℳ 13 637 166,—
Summa . . .	ℳ 204 277 959,—

Sehr treffend bemerkt hierzu Dr. Mueller: „Es können also die Ausgabeposten auf den doppelten Betrag steigen, ehe sie aus den laufenden Einnahmen nicht mehr bestritten werden können, und wenn diese unerwarteter Weise auf die Hälfte oder noch mehr fallen sollten, so steht nochmals fast der doppelte Betrag in Wertpapieren und Aktivforderungen zur Verfügung."

Wir sehen aus diesen Tatsachen, daß sowohl die Sterblichkeit bedeutend gesteigert, als auch die laufenden Einnahmen vermindert sein können, ohne daß die Zahlungsbereitschaft in Frage gestellt wird. In beiden Richtungen besteht sogar ein ziemlich weiter Spielraum, bevor die Gesellschaften zur Realisierung ihrer dauernden Kapitalanlagen schreiten müssen. Die Liquidität der Lebensversicherungsgesellschaften erscheint unter den heutigen Verhältnissen hinreichend gesichert, obwohl rund vier Fünftel ihres Vermögens in langfristigen Hypotheken angelegt sind. Diese Tatsache findet ihre Erklärung in den Eigentümlichkeiten des Lebensversicherungsbetriebes. Die Verpflichtungen sind langfristig und werden nur successive fällig; dem entsprechen auch die Kapitalinvestitionen. Die jetzige Anlagepolitik der Gesellschaften kann somit als durchaus gesund und praktisch bezeichnet werden. Diese Auffassung wird nicht allgemein geteilt. So hält Hilbert[2] die überwiegende Anlage in Hypotheken für nicht unbedenklich wegen angeblicher Illiquidität, da die Gesellschaften insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Krisen oder, wenn einmal plötzlich durch Epidemien und Kriege größere Ansprüche an sie gestellt würden, nicht finanziell gerüstet sein. Die Beschaffung der nötigen Mittel durch Realisierung der Vermögensbestände sei

[1] Dr. Mueller, Zeitschr. f. d. ges. V.-W., 1911, 3. H.
[2] Hilbert, S 72 ff.

nur langsam und mit erheblichen Verlusten möglich. Mit Recht weist Morell[1] demgegenüber darauf hin, daß Hilbert die bisherige Entwicklung zu wenig berücksichtigt habe. Trotz mancher Wirtschaftskrisen sind bisher noch stets nach Millionen zählende Überschüsse erzielt worden.

Die Bedenken gegen die Liquidität der Hypotheken stützen sich darauf, daß eine Reihe von Gesellschaften noch nicht den Beweis erbracht hat, daß sie bei ernsten Krisen ihren Aufgaben und Pflichten auch vollkommen gewachsen sind. Dazu ist zu bemerken, daß die meisten unserer Gesellschaften in ihrer langjährigen Praxis schon schwierige Zeiten mit durchgemacht haben. Ohne ihre investierten Fonds angreifen zu müssen, haben sie die erforderlichen Mittel zur Deckung der Schadensansprüche beschaffen können. Keine Zahlungsstockungen oder Schwierigkeiten haben das glänzende Bild der Entwicklung getrübt. Des weiteren weist man bei der Liquiditätsfrage auf die Möglichkeit einer Übersterblichkeit infolge von Epidemien oder Kriegen hin. Was zunächst die ersteren anbelangt, so ist zu erwähnen, daß sie bei dem heutigen Stand der medizinischen Wissenschaft immer seltener werden. Sodann sind sie meist lokal begrenzt, so daß die einzelnen Gesellschaften, bei ihrem zum Teil weit über die Grenzen Deutschlands ausgedehnten Geschäft, nicht mit der ganzen Schwere getroffen werden. (Es handelt sich in unserer Betrachtung um größere, private Lebensversicherungsgesellschaften, nicht um lokale Sterbekassen.)

Betreffs des Kriegsrisikos ist zu beachten, daß die Gesellschaften sich für diesen Fall bei hoher Sterblichkeit vertragsmäßig besondere Zahlungsmodalitäten vorbehalten haben. Dann muß man auch bedenken, daß ein großer Teil derjenigen, welche in den Krieg ziehen, noch nicht versichert ist, während die Mehrzahl der Versicherten nicht mehr direkt am Kriege teilnimmt. Immerhin läßt sich nicht leugnen, daß die Sterblichkeit unter den Versicherten in solchen kritischen Zeiten bedeutend gesteigert wird, zumal auch noch Seuchen und Hungersnöte gleichzeitig ausbrechen können.

Die Zahl der Sterbefälle kann die rechnungsmäßig angenommenen um ein bedeutendes übersteigen. Wir haben oben gesehen, daß die Gesellschaften den Ansprüchen in einer Höhe, welche die reguläre um mehr als das Doppelte übertrifft, allein aus den

[1] Zeitschr. f. d. ges. V.-W., 1909, S. 427.

laufenden Einnahmen gewachsen sind. Nun muß man aber berücksichtigen, daß diese in Kriegszeiten, wenn der ganze Geschäftsverkehr stockt, bedeutend reduziert sein können. Ein Teil der Versicherten ist nicht imstande, die fällige Prämie zu bezahlen. Mancher Hypothekenschuldner sieht sich gezwungen, mit den Zinsen im Rückstand zu bleiben. Außerdem erfahren die Ausgaben der Anstalten noch dadurch eine Vermehrung, daß bei allgemeiner Geldknappheit die Nachfrage nach Polizedarlehen, zu denen die Gesellschaften meist statutmäßig verpflichtet sind, bedeutend wächst[1]. In solchen Zeiten kann eine Gesellschaft sehr wohl in die Lage kommen, einen Teil ihrer Reservefonds flüssig machen zu müssen. Von den Anhängern der Zwangsanlage wird nun darauf hingewiesen, daß in solchen Momenten die Anlage in Hypotheken zu schwerfällig sei und eine Gefahr für die Liquidität der Anstalt bilde. Daraus folgert man dann, daß die Gesellschaften notwendigerweise mehr Effekten (Staatsanleihen) anschaffen müßten, damit die jederzeitige Erfüllbarkeit der an die Lebensversicherungsanstalten herantretenden Ansprüche gewährleistet sei. Diese Argumentation ist beim ersten Anblick ziemlich einleuchtend. Sicherlich lassen sich Staatspapiere schneller zu Geld machen als Hypotheken. Die Renten verfügen über den größten Markt und sind sehr leicht umzusetzen. Unbedingte Gültigkeit hat dieser Satz in einigermaßen normalen Zeiten. In den kritischen Augenblicken, von denen oben die Rede war, liegt die Sache jedoch nicht ganz so einfach. Wir müssen erst noch prüfen, ob die Liquidität der Staatsanleihen auch dann uneingeschränkt vorhanden ist.

Die Erschütterungen, die der Ausbruch eines Krieges für das ganze Wirtschaftsleben mit sich bringt, gehen auch an dem Anleihemarkt nicht unbemerkt vorüber. Wenn Handel und Verkehr stockt, wird auch der heimische Rentenmarkt empfindlich getroffen. Die Käufer beobachten die größte Zurückhaltung, ja, eine Reihe von Rentenbesitzern wird das Bestreben zeigen, zu verkaufen, teils weil sie bares Geld benötigen, teils weil sie an der Sicherheit ihrer Effekten zu zweifeln beginnen. Es wird also dauernd ein großes Angebot an dem Markte sein. Dieses wird eventuell noch dadurch vergrößert, daß der Staat große Beträge von Kriegsanleihen begibt; kurzum: die Aufnahmefähigkeit des Rentenmarktes wird auf das Äußerste in Anspruch genommen.

[1] Dombois, S. 76.

Wie wirken diese verschiedenen Faktoren auf den Preis der Renten ein? Schon der Ausbruch des Krieges hat meistens schwere Kursrückgänge im Gefolge. So büßten die russischen vierprozentigen Renten bei Beginn des Russisch-Japanischen Krieges schnell über 10 % ein[1]. Allein unter dem Einfluß der politischen Faktoren hat somit der Preis der Anleihen empfindlich zu leiden. Das mächtig wachsende Angebot trägt vollends dazu bei, den Rentenmarkt zu erschüttern. Nun wollen wir den Fall annehmen, daß eine Gesellschaft in diesem kritischen Augenblick in die Zwangslage käme, einen Teil ihres Bestandes an Staatsanleihen veräußern zu müssen. Sie würde die Beobachtung machen, daß ein solches Vorgehen mit schweren Kapitaleinbußen verbunden wäre. Wenn man sich nun vor Augen hält, daß die Fonds der Gesellschaft den Gegenwert der Versicherungsansprüche darstellen, so wird man zu der Erkenntnis kommen, daß eine verlustreiche Veräußerung eines Teiles der Fonds sehr bedenklich ist. Die Erfüllung der von den Gesellschaften übernommenen Verpflichtungen wird dadurch direkt in Frage gestellt. Die Geschäftsleitung wird sich wohl hüten, diesen gefährlichen Weg zu betreten. Sie wird daher versuchen müssen, auf eine andere Weise einen Teil ihrer Bestände flüssig zu machen. Da mit einer Veräußerung der Effekten, wie wir sahen, große Schwierigkeiten verknüpft sind, wird man Lombardkredit in Anspruch nehmen, um liquide Mittel in die Hand zu bekommen. Es wird eine wichtige Aufgabe der Reichsbank sein, durch Kreditgewährung die Gesellschaften in dem Bestreben zu unterstützen, den an sie herantretenden Ansprüchen möglichst prompt gerecht zu werden. 1866 und 1870/71 hatte man zur Aufrechterhaltung des Zahlungs- und Kreditverkehrs besondere staatliche Lombardkassen eingerichtet[2]. Deren Benutzung war in erster Linie gegen Verpfändung erstklassiger Wertpapiere möglich.

Es muß zugegeben werden, daß die Staatspapiere sich als Unterlage für Lombardkredit vortrefflich eignen. Ja, man hat vorgeschlagen[3], um den Konsols und Reichsanleihen vor anderen festverzinslichen Werten einen Vorzug einzuräumen, sie bei der Reichsbank in einer besonderen Lombardkasse unterzubringen.

Wenn auch die Umsatzfähigkeit der Effekten in Krisenzeiten einen schweren Stoß erleidet infolge der starken Kursreduktionen,

[1] Helfferich, S. 177.
[2] Dombois, S. 75.
[3] Dernburg, S. 44.

so lassen sich diese Werte durch Verpfändung immerhin schnell zu Geld machen. Wie verhält es sich in dieser Hinsicht mit der anderen Form der Kapitalanlage, den Hypothekenausleihungen.

Heymann[1] bemerkt, daß die Hypotheken, im Gegensatz zu den Staatsanleihen, die jederzeit lombardierbar sind, für die Zahlungsfähigkeit in schwierigen Zeiten ohne Bedeutung seien. Dagegen nimmt man, besonders in den Kreisen der Versicherungsfachleute, vielfach einen anderen Standpunkt ein. So kam das Referat von Morell-Gerkrath auf dem VI. internationalen Kongreß für Versicherungswissenschaft, Wien 1909[2] zu dem Ergebnis, daß die Anlage in Hypotheken nicht so illiquid sei, wie vielfach behauptet wird. Denn erstens ließen sich Ia-Hypotheken leicht lombardieren, und außerdem könnten die Gesellschaften jährlich ungefähr ein Zehntel des Bestandes kündigen; die Hypotheken sind nämlich regelmäßig auf 10 Jahre ausgegeben, so daß in jedem Jahre ungefähr ein Zehntel des Bestandes fällig wird. Dieser Auffassung von der Liquidität der Hypothekenanlage vermögen wir uns nicht voll und ganz anzuschließen. Nehmen wir an, daß eine Gesellschaft in Kriegs- oder Krisenzeiten die fällig werdenden Hypotheken kündigen würde, so wäre die Rückzahlung der Kapitalien seitens der Schuldner immerhin mit großen Schwierigkeiten verbunden. Der Hypothekenschuldner müßte versuchen, für das zu zahlende Kapital anderweitig Ersatz zu finden. Dies wird aber bei der Kalamität des Geldmarktes in den kritischen Zeiten nicht sehr leicht möglich sein. Der Schuldner sieht sich außerstande, den geforderten Betrag zurückzuzahlen. Die Gesellschaft wird schließlich zur Subhastation schreiten müssen. Bei den schweren Störungen des gesamten Kapitalmarktes ist es häufig den Hypothekengläubigern, die nach der Anstaltshypothek eingetragen sind, unmöglich, deren Forderung auszubieten. Freiwillige Käufer werden sich für die Objekte nur schwer finden lassen. Die Gesellschaft sieht sich gezwungen, das Grundstück zu erstehen. Dadurch hat man aber gerade das Umgekehrte erreicht von dem, was man haben wollte. Anstatt daß die Gesellschaft flüssige Mittel in die Hände bekommt, wird ihr Status nur noch illiquider. Man sieht, daß die Realisierung von Hypothekenforderungen in kritischen Augenblicken mit großen Schwierigkeiten verknüpft ist.

[1] Heymann, S. 241.
[2] Zeitschr. f. d. ges. V.-W., 1909, S. 742 ff.

Sodann wurde in dem Referat darauf hingewiesen, daß eine Hypothek leicht zu lombardieren sei. Dies wird von Hilbert[1] bestritten: „Der Einwand, daß die Illiquidität der Hypothekenanlage durch Lombardierung der Hypotheken ausgeglichen werden kann, ist in der Praxis hinfällig. Da das verpfändete Objekt unbeweglich ist, also in den Händen des Schuldners bleibt, so ist auch eine Lombardierung an bestimmte gesetzliche Manipulationen gebunden (notarielle Beglaubigung, Vermerk in das Grundbuch), so daß eine schnelle Realisierung auch auf diesem Wege eine praktische Unmöglichkeit ist."

In diesen Sätzen trifft Hilbert unseres Erachtens den Kernpunkt der Frage. Gewiß kann man in kritischen Zeiten durch Verpfändung oder Abtretung von Hypothekenforderungen immer noch Geld flüssig machen. Aber die Prüfung und Erledigung des Gegenstandes nimmt immerhin einige Zeit in Anspruch, so daß von einer schnellen Realisierung nicht gesprochen werden kann. Hier fällt der Unterschied von der Effektenanlage ins Auge. Jederzeit kann man die Staatspapiere im Wege des Lombardkredits flüssig machen. Kurzum: hinsichtlich der Liquidität überragt die Effektenanlage den Hypothekenbesitz auch in kritischen Zeiten.

Wir haben gesehen, daß die Gesellschaften sich schneller flüssige Mittel beschaffen können, wenn ein Teil ihrer Reservefonds aus Staatspapieren besteht, als wenn fast ausschließlich die Hypothekenanlagen gepflegt werden. Das bedeutet immerhin einen Vorzug der Anlage in Staatsrenten. Doch dürfen wir dieses Moment nicht allzu hoch bewerten. Wir hatten aus der Entwicklung des Lebensversicherungswesens gesehen, daß das Erfordernis einer unbedingten Liquidität nicht so brennend ist. Eine Veräußerung der festen Kapitalinvestitionen kommt eben im normalen Lauf der Dinge nicht in Betracht. Somit ist die Frage mehr sekundärer Natur. Um für äußerst kritische Zeiten (ein extremer Fall) gerüstet zu sein, ist es wünschenswert, daß die Gesellschaften einen Bestand an Werten ihr eigen nennen, die sie jederzeit flüssig machen können. Wenn auch die Staatspapiere keine unbedingt liquide Anlage darstellen, da sie in schwierigen Augenblicken die Eigenschaft einbüßen, leicht zu ihrem vollen Wert verkäuflich zu sein, so muß man jedoch bedenken, daß sie wegen ihrer leichten Lombardfähigkeit immer noch schneller in Geld zu verwandeln sind, als die Hypothekenanlagen. Aus diesem Gesichtswinkel heraus wäre es somit durchaus zu begrüßen, wenn die Lebensversicherungsgesellschaften sich entschließen würden, bei ihren Kapitalanlagen auch dem Staatsrentenmarkt ihre Aufmerksamkeit zuzuwenden.

[1] Hilbert, S. 74.

Doch bevor wir endgültig zur Frage des „Anlagezwangs" Stellung nehmen, müssen wir auch noch das dritte jener Kriterien betrachten, die wir oben für die Kapitalanlagen der Lebensversicherungsgesellschaften aufgestellt haben. Es war dies neben der Solidität und Liquidität das wichtige Erfordernis der Rentabilität.

In dem Betriebe der Lebensversicherung spielt die Frage der Rentabilität der Anlagen eine erhebliche Rolle. Es ist für eine Gesellschaft von großer Bedeutung, welchen effektiven Zinsertrag sie aus ihren Kapitalinvestitionen erzielt. Dies läßt sich ermessen, wenn man die Funktion des Zinsfußes bei der Berechnung der Prämien sowie bei der Bildung der Prämienreserven bedenkt. Für die Höhe der zu zahlenden Prämien kommen als wesentlicher Faktor zunächst die Sterbetafeln in Frage[1]. Es würde über den Rahmen der Arbeit hinausgehen, an dieser Stelle die genaue Technik der Sterblichkeitsforschung darzustellen. Die Gesellschaft kann ihr Risiko bestimmen, indem sie aus den Wahrscheinlichkeitstabellen entnimmt, welche mittlere Lebensdauer der Versicherungskandidat von dem Zeitpunkte des Vertragsabschlusses noch haben wird.

In diesem Zusammenhang interessiert uns jedoch mehr das zweite wesentliche Moment für die Prämienberechnung, nämlich die Verzinsungsverhältnisse. Die Gesellschaft sammelt gemäß ihrer Funktion als Sparbank die ratierlichen Zahlungen für die Versicherten an. Da die Anstalt ihrerseits aber in der Lage ist, diese Beträge zinsbringend anzulegen, müssen sie auch den Versicherten einen Zinsbetrag in Anrechnung bringen. Dieses ist der rechnungsmäßige Zinssatz. Er bestimmt, wie hoch die Prämie sein muß, welche in gegebener Zeit (bei der und der mittleren Lebensdauer des Versicherten) mit Zinsen und Zinseszinsen das versicherte Kapital bilden soll[2]. Zinsfuß und Prämien stehen in einer gewissen Wechselwirkung. Je niedriger man den rechnungsmäßigen Zinsfuß annimmt, desto höher müssen bei gegebener Zeit

[1] Manes, S. 73.
[2] Wagner, b. Schönberg, S. 448.

die Prämien sein und umgekehrt, je höher der Zinsfuß, desto kleiner können die Barzahlungen sein, welche der Versicherte zu leisten hat.

In der Praxis der Lebensversicherung können wir heute meist einen rechnungsmäßigen Zinsfuß von $3^1/_2$ % beobachten. Für einige Versicherungen gilt noch ein höherer Satz ($3^3/_4$—4 %) während einzelne Gesellschaften auch schon bis auf 3 % herabgegangen sind. Alles in allem können wir in den letzten Jahrzehnten eine sinkende Tendenz des rechnungsmäßigen Zinsfußes beobachten.

Wir wollten in diesem Abschnitt die Frage der Rentabilität der Kapitalanlagen näher beleuchten. Einen Maßstab für die Beurteilung der Frage können wir dadurch gewinnen, daß wir die Ertragsrate der einzelnen Anlageformen mit dem rechnungsmäßigen Mindestsatz vergleichen. Da es sich bei der Lebensversicherung um Zahlungen handelt, die erst nach einer längeren Reihe von Jahren fällig werden, so ist bei der Normierung des rechnungsmäßigen Zinsfußes zu berücksichtigen, daß man keinen höheren Zinssatz annehmen darf, als man nach größter Wahrscheinlichkeit für Jahre hindurch bei unbedingt sicherer Kapitalanlage erzielen zu können glaubt. Denn bereits ein geringes Sinken des Zinsfußes unter den rechnungsmäßig angenommenen, hat eine finanzielle Gefahr im Gefolge, da die richtige Erfüllung der übernommenen Verpflichtungen in Frage gestellt werden kann.

Im folgenden wollen wir einige positive Angaben machen, wie sich bei einer Reihe von Lebensversicherungsanstalten im Geschäftsjahre 1910 die Rentabilität der angelegten Kapitalien stellt, wobei ich den erzielten Durchschnittszinsfuß für die Hauptanlageform, die Hypotheken, gleich danebenstelle. Die folgenden Angaben von 43 größeren Lebensversicherungsgesellschaften sind teils nach besonderer Mitteilung der Gesellschaften gemacht, und teils den Geschäftsberichten der Anstalten entnommen. Die mit einem + versehenen Zahlen stammen aus Wallmanns Versicherungs-Zeitschrift[1].

[1] Wallmann, S. 30 und 54.

Name der Gesellschaft	1910 Durchschnittsverzinsung der ges. Kapitalanlagen %	Hypotheken %
Arminia	4,11	4,19
Atlas	4,12+	4,12
Bayerische Versicherung	4,10+	4,05+
Berlinische Lebens-Versicherung	4,— +	4,07
Bremen-Hannoversche	4,21	4,21 +
Concordia	4,22	4,23
Deutsche Leb.-Vers.-Bk. Berlin	4,29	4,28
Deutsche Leb.-Vers.-Ges. Lübeck	4,24	4,24 +
Deutscher Anker	4,20	4,11
Deutschland	4,10 +	4,12 +
Frankfurter Lebensvers.	4,17 +	4,17
Friedrich-Wilhelm	4,06 +	4,06
Germania	4,10 +	4,10
Janus	4,17	4,14
Magdeburger	4,25 +	4,15
Nordstern	4,25	4,20
Nürnberger	4,12	4,25 +
Preußische Lebens-V.-A.-G.	4,16 +	4,14 +
Providentia	4,27	4,19
Teutonia	4,28	4,19
Thuringia	4,29	4,13
Urania	4,11	4,15
Vereins-Vers.-Bk.	4,16	4,27
Victoria	4,29	4,25 +
Vita	4,23	4,24
Wilhelma	4,26 +	4,26
Allgem. Deutscher Vers.-Verein	4,20	4,23
Allgem. Rentenanstalt	4,20	4,20
Armee und Marine	4,02	4,08
Branschweigische Lebensvers.	4,44	4,41
Deutsche Leb.-Vers. Potsdam A.-G.	4,37	4,26
Deutsche Militär-Vers.-Anst.	4,14	4,15
Gothaer	4,10	4,10
Iduna	4,23 +	4,24
Karlsruher	4,23	4,16
Leipziger	4,15	4,20 +

Name der Gesellschaft	1910 Durchschnittsverzinsung der ges. Kapitalanlagen %	Hypotheken %
Mecklenburgische	4,02	4,10 +
Preußischer Beamten-Verein	4,13	4,16 +
Preußische Renten-Vers.-Anstalt . . .	ist nicht besond. angegeb.	4,09
Rentenanstalt Darmstadt	4,10	4,08
Rothenburger Vers.-Anst.	4,03	4,10
Stuttgarter Leb.-Vers. A.-G.	4,14	4,16
Vesta	4,19	4,19

Die Effektivverzinsung sowohl der gesamten Anlagen, als auch besonders des Hypothekenbestandes geht über den rechnungsmäßigen Zinsfuß bedeutend hinaus. Es zeigt sich also zwischen Effektivverzinsung und rechnungsmäßigem Zinsfuß eine gewisse Spannung, auf deren Bedeutung ich weiter unten zurückkommen werde. An dieser Stelle interessiert es uns, zu erfahren, inwiefern die vorgeschlagene Kapitalsanlage in Staatspapieren dem Erfordernis der Rentabilität entspricht. Zu diesem Zwecke betrachte ich die Realverzinsung der Reichsanleihen während einer Reihe von Jahren. Die Kurse der Konsols weichen nur um ein Geringes von diesen ab, so daß die Feststellungen für sie gleichermaßen gültig sind.

Was zunächst den vierprozentigen Typus anbelangt, so weist er seit seinem Wiedererscheinen 1908 (vierprozentige Staffelanleihe) bis 1910 folgende Kursentwicklung auf[1]:

Durchschnittskurse der 4 %igen Reichsanleihe.

1908	100,39 %
1909	102,92 %
1910	102,09 %

Die Realverzinsung dieser Anleihe erhalte ich aus folgender Proportion[2]:

Paristand: Kurs = x : Nominalzins.

Sie beträgt demnach:

1908	1909	1910
3,98 %	3,89 %	3,92 %

[1] Stat. Jahrb. 1911, S. 68 a, Nr. 42.
[2] K. Elster, S. 176.

Danach haben wir noch den $3^1/_2$ %igen und den 3 %igen Typus zu betrachten.

Die Realverzinsung dieser Anleihen stellt sich im Durchschnitt der Jahre 1886—1910 wie folgt dar:

	$3^1/_2$ % Reichsanleihe	3 % Reichsanleihe
1886	3,40	
1887	3,51	
1888	3,42	
1889	3,38	
1890	3,48	3,45
1891	3,56	3,52
1892	3,50	3,48
1893	3,49	3,48
1894	3,42	3,31
1895	3,35	3,03
1896	3,35	3,02
1897	3,38	3,07
1898	3,41	3,14
1899	3,51	3,31
1900	3,65	3,46
1901	3,52	3,36
1902	3,43	3,25
1903	3,42	3,28
1904	3,43	3,33
1905	3,45	3,33
1906	3,52	3,42
1907	3,70	3,57
1908	3,80	3,62
Berechnet nach den Durchschnittskursen des Stat. Jahrbuchs:		
1909	3,68	3,49
1910	3,76	3,55

Vergleichen wir nun die Rentabilitätsziffern unserer Anleihen mit den von den Lebensversicherungsanstalten aus dem Hypothekengeschäft erzielten Ertragsraten, so können wir einen auffallenden Unterschied konstatieren. Während im Geschäftsjahre 1910 alle Gesellschaften aus dieser Kapitalanlage über 4 % bezogen,

war der Effektivzins der Anleihen in diesem Jahre bedeutend niedriger:

4 % Reichsanleihe	$3^1/_2$ % Reichsanleihe	3 % Reichsanleihe
3,92 %	3,76 %	3,55 %

Dabei ist noch zu berücksichtigen, daß das Jahr 1910 sehr niedrige Kurse aufwies, so daß die Effektivverzinsung günstig erscheint. Bei steigenden Kursen — dies hofft man als Wirkung des Anlagezwangs — beginnt der Realzins der Anleihen wieder zu sinken, wodurch der Rentabilitätsunterschied zwischen Hypotheken- und Rentenanlage vergrößert wird. Denn daß der Hypothekenzins um ein Beträchtliches sinken wird, ist nach seiner bisherigen Entwicklung kaum anzunehmen.

Dem Erfordernis einer angemessenen Rentabilität entspricht am besten der 4 %ige Typus. Somit werden ihn die Gesellschaften bei der Anschaffung eines etwaigen Besitzes an Staatsrenten auch berücksichtigen. Doch kommt er für eine Kapitalanlage in größerem Umfang, wie sie der Anlagezwang vorsieht, nicht allein in Betracht. Erstens treten die 4 %igen Anleihen schon ziffernmäßig gegenüber den anderen Typen zurück.

Für den Etat 1911[1]:

4 % Konsols	ℳ	840 000 000
4 % Reichsanleihen	ℳ	752 219 000
Summa	ℳ	1 592 219 000

gegenüber einer Gesamtschuld von über 14 Milliarden. Sodann schwebt über den 4 %igen Anleihen stets die Gefahr der Konvertierung. Die sogenannte 4 %ige Staffelanleihe von 1908 geht schon 1918 automatisch auf einen geringeren Nominalzinsfuß zurück. Lassen wir den 4 %igen Typus in unseren Untersuchungen zurücktreten, so bleibt noch der $3^1/_2$ %ige und der 3 %ige. Unter den Anleihegattungen spielt der $3^1/_2$ %ige Typus aus verschiedenen Gründen die wichtigste Rolle. Rein numerisch nehmen sie den ersten Platz ein. $3^1/_2$ %ige Reichsanleihe und $3^1/_2$ %ige Konsols beliefen sich für den Etat 1911 auf über 8,2 Milliarden Mark. Sodann sind die $3^1/_2$ %igen Renten am wenigsten den Einflüssen der Konvertierungs- oder Tilgungsmöglichkeit ausgesetzt[2]. Da sie nur an deutschen Börsen notiert werden, sind sie den Einwirkungen ausländischer Börsen ziemlich entzogen und spiegeln

[1] Dombois, S. 17

[2] Albert, S. 37.

somit am getreuesten die Konjunktur auf dem inländischen Markt für langfristigen Kredit wieder. Ihre prozentuale Realverzinsung verdient daher wohl mit Recht den Namen des landesüblichen Zinsfußes. Was schließlich den 3 %igen Typus anbelangt, so hat seine Effektivverzinsung seit 1907 den Satz von $3^1/_2$ % dauernd überschritten, so daß er bei einem rechnungsmäßigen Zinssatz von $3^1/_2$ % die erforderliche Mindestrentabilität aufweist. Die Gesellschaften berücksichtigen jedoch bei der Anschaffung ihres Wertpapierbesitzes mehr oder minder den Gesichtspunkt einer bestmöglichen Rentabilität; in dieser Hinsicht treten die 3 %igen Werte gegenüber den $3^1/_2$ und 4 %igen Werten zurück. In den Beständen der Versicherungsanstalten an Staatspapieren ist der $3^1/_2$ %ige Typus vorherrschend, und dieser wird auch bei einem etwaigen gesetzlichen Anlagezwang in besonderem Maße in Betracht kommen. Deshalb habe ich ihn in den folgenden Untersuchungen in erster Linie berücksichtigt. Es handelt sich an dieser Stelle darum, den landesüblichen Zinsfuß in Vergleich zu stellen mit dem aus dem Hypothekengeschäft erzielten prozentualen Ertrag. Die Ziffern für das Jahr 1910 habe ich bereits oben gegeben. Die $3^1/_2$ %igen Renten wiesen in diesem Jahre einen Realzins von 3,76 % auf, wobei zu erwähnen ist, daß dieser Satz nächst 1908 der höchste seit 1886 (der Einführung dieser Anleiheform) ist. Im Durchschnitt der Jahre 1906—1910 betrug der landesübliche Zins nur 3,68 %. Nehmen wir nun an, eine Gesellschaft hätte zur Bedeckung ihrer Kapitalien einen größeren Posten von $3^1/_2$ %igen Renten zum Durchschnittskurse des Jahres 1910 angeschafft, so würde sich dieser Betrag mit 3,76 % verzinst haben. Dagegen konnte die Gesellschaft durch Gewährung von Hypothekenkredit mit Leichtigkeit $4^1/_8$—$4^1/_4$ % und darüber Rente erzielen. Der Durchschnitt der bei den befragten Lebensversicherungsanstalten aus Hypothekenausleihungen erzielten Erträge betrug 4,17 %. Das Aufsichtsamt für Privatversicherung schätzt für 1910 bei sämtlichen privaten Versicherungsgesellschaften den Durchschnittsertrag der auf städtische Grundstücke gewährten Hypothekendarlehen auf 4,150 % Zinsen und 0,698 % Provision[1]. Die Mehrzahl der Hypotheken brachten $4^1/_8$ und $4^1/_4$ % Zinsen, eine Reihe ergab 4 %, während weitere sich höher verzinsten. Das beweist gegenüber dem Realzins der $3^1/_2$ %igen

[1] Veröffentl. d. A. A. 1911.

Staatsanleihen immerhin eine erhebliche Spannung. Dombois[1] zieht zum Vergleich noch einen anderen Repräsentanten des langfristigen Kredits, die Hypothekenbanken, heran. Der Durchschnittsertrag der Hypotheken wird für die Jahre 1906—1910 wie folgt angegeben, wobei die Nebenleistungen der Schuldner in Gestalt von Kosten, Provisionen mitgerechnet sind:

	1906	1907	1908	1909	1910
Hypothekenbankzins	4,31 %	4,40 %	4,33 %	4,34 %	4,33 %
Realzins der $3^1/_2$ % Reichsanleihe . . .	3,52 %	3,70 %	3,80 %	3,68 %	3,76 %
Differenz der beiden	0,79 %	0,70 %	0,53 %	0,66 %	0,57 %

Die durchschnittliche Spannung zwischen Hypothekenbankzins und landesüblichem Zinsfuß betrug in diesen Jahren 0,64 %.

Bei den befragten 43 Gesellschaften hatten wir im Jahre 1910 einen durchschnittlichen Hypothekenzins von 4,17 % festgestellt, wobei das Moment der Hypothekenprovision noch nicht berücksichtigt ist. Immerhin beträgt die Spannung zwischen diesem Satz und dem landesüblichen Zinsfuß noch 0,40 % rund. Das will folgendes besagen: Dasselbe Kapital in $3^1/_2$ %igen Anleihen angelegt statt in Hypotheken, wirft eine um 0,40 % verminderte Rente ab. Den Gesellschaften entsteht ein nicht unbedeutender Ausfall, wenn sie die Hypothekenanlage zum Teil durch $3^1/_2$ %ige Renten ersetzen. Dieser Verlust wird besonders deutlich, wenn die Anstalten einen erheblichen Bruchteil ihres Vermögens (sagen wir 25 %) in der neuen Anlageform investiert haben. Es ist klar, daß dadurch die Rentabilität der Gesamtkapitalien nicht unwesentlich beeinflußt wird, daß ein integrierender Bestandteil einen um 0,40 % verminderten Ertrag einbringt. Dabei handelt es sich nicht um einen einmaligen Verlust. Vielmehr kommen Zinsbeträge in Frage, die jahraus, jahrein den Versicherungsanstalten verloren gehen. Selbstverständlich kann die Beschaffung eines großen Wertpapierbestandes, wie sie der Anlagezwang vorsieht, nicht von heute auf morgen vor sich gehen. Ein Übergangsstadium wird dadurch geschaffen, daß die Gesellschaften einen bestimmten Prozentsatz ihres jährlichen Vermögenszuwachses in der geplanten Weise plazieren, bis sie nach einer Reihe von Jahren den gesetzlich festzulegenden Bruchteil ihres Vermögens dem Rentenmarkt haben zufließen lassen. In dem Maße wie der

[1] Dombois, S. 26.

Wertpapierbestand der Gesellschaften sich vergrößert, nehmen auch die Zinseinbußen zu, indem eine ständig wachsende Quote des Gesamtvermögens eine verminderte Rentabilität aufweist. Dabei ist jedoch noch ein anderes Moment zu berücksichtigen. Man hofft, daß der Anlagezwang eine kursbessernde Wirkung ausüben wird. Mit steigendem Preis der Anleihen nimmt aber auch deren Effektivverzinsung ab, so daß der Unterschied von den im Hypothekengeschäft zu erzielenden Zinsen immer eklatanter wird. Das „Hamburger Fremdenblatt"[1] schätzt im Durchschnitt der Jahre 1906—1909 das Erträgnis der Hypotheken auf 4,210 %, wogegen $3^1/_2$ %ige Reichsanleihen in diesen Jahren 3,666 % abwarfen. Das wäre eine Spannung von 0,544 %. Sodann ist eine Kursbesserung der Renten von 5 % angenommen; ihr Effektivzins sinkt auf 3,483 % und bei einer weiteren Preissteigerung von 5 % auf 3,318 %. Dadurch wächst die Spannung gegenüber dem Hypothekenzins auf 0,727 bzw. 0,892 %. Daß dies bei den gewaltigen Summen, mit denen die Lebensversicherungsgesellschaften rechnen, ganz erhebliche Beträge ausmachen würde, ist leicht ersichtlich. Bevor wir näher hierauf eingehen, können wir an dieser Stelle schon folgendes konstatieren: Auf jeden Fall entsteht den Gesellschaften durch Übergang zu der neuen Anlageform ein Zinsausfall, der je nach der Quote der auf diese Weise investierten Kapitalien größer oder kleiner wird. An Rentabilität sind die Staatsanleihen der bisher bevorzugten Kapitalanlage in Hypotheken bedeutend unterlegen, und zwar wird diese Erscheinung um so schärfer hervortreten, je wirksamere Folgen die Maßnahme in bezug auf die Kursgestaltung der Staatsrenten nach sich ziehen wird. Außer dem Zinsausfall wäre noch die Einbuße an Hypothekenprovision in Erwägung zu ziehen. Ich behandle diesen Punkt in engem Zusammenhang mit der Frage der Verwaltungskosten, welche durch die Kapitalanlagen verursacht werden. Wie verhält sich in dieser Beziehung der Effektenbesitz zu dem alten Anlagemodus? Zugunsten der Inhaberpapiere hat man angeführt, daß deren Verwaltung sich für die Gesellschaften einfacher und billiger gestalte. Es ist zu prüfen, ob dieses Argument seine Berechtigung hat. Der Ankauf von Effekten ist ein verhältnismäßig einfaches und müheloses Mittel, Vermögensteile verzinslich anzulegen. Die Kapitalsanlage in Staatsrenten ist

[1] Separatabdruck aus dem Handelsblatt: „Kapitalsanlage der Lebensversicherungsgesellschaften in Staatspapieren", S. 9 ff.

für eine Gesellschaft eine bequeme Form der Verwertung flüssiger Gelder; durch Ankauf an der Börse oder bei Neuemissionen durch Zeichnung der gewünschten Beträge gestaltet sich der Erwerb dieser Effekten schnell und leicht. Dagegen erfordert die Anlage in sicheren Hypotheken eine eingehende Prüfung. So ist besonders auf die Schwierigkeit einer zuverlässigen Taxation der zu beleihenden Grundstücke hinzuweisen. Kurzum: die Auswahl solider Hypotheken (die Beleihungstechnik vollzieht sich nach den vom Aufsichtsamt für Privatversicherung aufgestellten Normativbestimmungen) ist immer mit einer gewissen Mühewaltung verbunden, die bei der Anlage in Staatsrenten wegfällt. Darin liegt an und für sich ein Vorzug der letzteren; eine geringe Arbeitsersparung läßt sich nicht leugnen, die allerdings später bei der dauernden Verwaltung der Fonds wieder illusorisch wird. Da die Gesellschaften vorzugsweise den hochwertigen städtischen Grundbesitz zu beleihen pflegen, so handelt es sich um große Objekte, oft von mehreren 100 000 Mark[1]; während die Höhe der einzelnen Staatspapierstücke niedrig ist. An Stelle eines Hypothekenbriefes tritt eine beträchtliche Anzahl von Effektenstücken, deren Verwaltung mehr Zeit beansprucht, als die Hypothekenausleihung.

Was die Verwaltungskostenfrage anbetrifft, so stellt sich die Hypothekenanlage ein wenig günstiger, als ein Rentenbesitz. Dies erklärt sich dadurch, daß die Unkosten, die bei dem Hypothekengeschäft erwachsen, voll und ganz von dem Schuldner getragen werden, während sie bei der Rentenanlage der investierenden Anstalt zur Last fallen. Auf Befragen bestätigten mir eine ganze Reihe von Gesellschaften, daß bei dem Übergang zu einer ausgedehnten Anlage in Staatsrenten die Verwaltungskosten etwas wachsen würden, insofern als eine Einbuße an Hypothekenprovision damit verbunden ist. So äußerte sich eine Versicherungsanstalt auf eine diesbezügliche Anfrage:

„An eine Ersparnis von Verwaltungskosten beim Ersatz von Hypotheken durch Staatspapiere ist nicht zu denken. Es dürfte vielmehr das Gegenteil eintreten, da die Lebensversicherungsgesellschaften gegenwärtig in der Hypothekenprovision nicht nur die Deckung der ihnen beim Hypothekengeschäft entstehenden Verwaltungskosten finden, sondern darüber hinaus noch mit großer Wahrscheinlichkeit eine Verbesserung ihres Zinsergebnisses erwarten dürfen."

[1] Neumann, 1910, S. 594.

Zusammenfassend können wir zu der Frage der Verwaltungskosten noch einmal folgendes bemerken:

Wenn auch die Verwaltung eines ausgedehnten Hypothekengeschäfts schwieriger ist, als die Verwaltung von Effekten, so wird dies wieder wett gemacht durch den Mehrertrag des hypothekarisch angelegten Kapitals[1], ganz abgesehen von den ziemlich hohen besonderen Einnahmen in Form von Bankprovisionen. Die einmalige Abschlußprovision betrug nach der Angabe des Aufsichtsamtes 0,692% der Neuausleihungen. In den 4 vorhergehenden Jahren:

1906	1907	1908	1909
0,516 %	0,693 %	0,934 %	0,737 %

Wir haben gesehen, daß der Übergang von der Hypothekenanlage zu der Anlage in Staatspapieren sich in doppelter Weise bemerkbar macht. Einmal wird die Rentabilität der Kapitalien vermindert, während wir auf der andern Seite auch noch ein geringes Wachsen der Verwaltungskosten konstatieren konnten. Diese beiden Momente kommen dadurch zum Ausdruck, daß der Gewinn der Versicherungsanstalten abnimmt. Bevor wir diese Erscheinung näher untersuchen, müssen wir einen kurzen Überblick darüber geben, welche Faktoren in der Hauptsache zu den Überschüssen der Lebensversicherungsanstalten beitragen. Dr. Krüger hat für die Gewinnquellen der Gesellschaften folgenden Plan aufgestellt[2]. Zunächst haben wir die zwei Hauptabteilungen: Minderausgaben und Mehreinnahmen.

A. Minderausgaben:

1. Ersparnis an Verwaltungskosten durch Nichtverbrauch der in der Bruttoprämie enthaltenen Zuschlagprämie.

Verwaltungskostengewinn.

2. Gewinn an der in der Nettoprämie enthaltenen Risikoprämie durch eine geringere Sterblichkeit als die rechnungsmäßige.

Sterblichkeitsgewinn.

B. Mehreinnahmen:

1. Zinsgewinne,

[1] Wallmann, S. 54.
[2] Krüger, S. 15 ff.

2. Stornogewinne aus anheimgefallenen Reserven der Versicherten ohne Gewinnanteil,

3. der Gewinn aus anderen Betriebszweigen, sofern die Versicherten Anteil haben.

Für unsere Untersuchung interessiert uns in erster Linie der unter B 1 erwähnte Zinsgewinn. Dieser wird erheblich beeinflußt durch den Übergang zu einem größeren Besitz an Staatspapieren.

„Als Zinsgewinne eines Jahres kann man die Summe ansehen, die erhalten wird, wenn man den erzielten Ertrag und Gewinn aus Kapitalanlagen des betreffenden Jahres um die Zinsausgaben für spezielle Verpflichtungen, um die laut Rechnungsgrundlagen erforderlichen Zinsen vermindert[1]. Unter dem Ertrag und Gewinn aus Kapitalanlagen des Jahres wird man die im betreffenden Jahre wirklich vereinnahmten Zinsen und Mieten verstehen und hierzu die Kursgewinne und Gewinne aus Vermögensanlagen, vermindert um die Kursverluste und Verluste aus Vermögensanlagen zufügen."

Der neue Anlagetypus wirkt auf den Zinsgewinn vermindernd ein, indem, wie oben gezeigt wurde, die Realverzinsung der Staatsanleihen um ein beträchtliches hinter der Rentabilität der Hypotheken zurückbleibt. Nun bilden aber die Zinseinnahmen einen sehr beträchtlichen Posten in dem Budget der großen Lebensversicherungsanstalten und eine wesentliche Verminderung derselben, wie sie leicht aus der Verdrängung des Hypothekenbesitzes durch die Staatsanleihen entstehen könnte, muß von den einschneidendsten Folgen begleitet sein. Diese werden wir weiter unten näher beleuchten. Von den in obigem Schema erwähnten Gewinnquellen kommt für unsere Untersuchung noch der unter A 1 erwähnte Verwaltungskostengewinn in Frage. Wir hatten als wesentliche Faktoren für die Prämienberechnung Sterblichkeitstafel und Zinsfuß bezeichnet. Die so ermittelte Prämie ist die Nettoprämie[2]; sie ist eine rein rechnungsmäßige und bildet die mathematische Grundlage für die Bruttoprämie, auch Tarifprämie genannt. Die Nettoprämie würde nämlich mit Berücksichtigung der Zinsen und Zinseszinsen nicht zur Deckung der Versicherungsansprüche ausreichen, weil die Anwerbe- und Verwaltungskosten nicht berücksichtigt sind. Deshalb wird ein Zu-

[1] Löwy, Art. Zinsgewinn, b. Manes, Vers.-Lexikon.
[2] Könige, Kommentar S. 111.

schlag zu der Nettoprämie erhoben, von dem sich bei sparsamer Verwaltung ein Teil erübrigen läßt: der Verwaltungskostengewinn.

Wir waren oben zu dem Ergebnis gekommen, daß in dieser Hinsicht die Hypothekenanlage günstiger dasteht als der Besitz an Staatspapieren wegen der bei ersterem Geschäft erzielten besonderen Einnahmen in Gestalt der Hypothekenprovision. Um die Bedeutung dieses Postens zu erhalten, sei darauf hingewiesen, daß die befragten 43 Lebensversicherungsgesellschaften im Jahre 1910 rund 2,4 Millionen Mark vereinnahmt haben. Durch Übergang zu einem größeren Besitz an Staatsrenten, wird diese Gewinnquelle geschädigt, indem nicht mehr soviel Kapital dem Hypothekenmarkt zufließen kann. Der Mindereinnahme an Zinsen läuft noch dieser Verlust parallel.

Die weitere wichtige Gewinnquelle der Lebensversicherungsgesellschaften, der Sterblichkeitsgewinn, hat mit unserer Untersuchung nichts zu tun.

Wir haben in diesem Abschnitt die Frage der Rentabilität der Kapitalanlagen behandelt und dabei festgestellt, daß die Anlage in Staatspapieren in dieser Hinsicht gegenüber dem Hypothekenbesitz zurücktritt. Durch größeren Ankauf von Staatsrenten wird der Ertrag der Kapitalanlagen herabgedrückt. Dies ist ein sehr wichtiger Punkt, der sich gegen den Anlagezwang ins Feld führen läßt. Dieses Moment könnte man abschwächen durch den Hinweis darauf, daß die Staatsanleihen unter den heutigen Verhältnissen die rechnungsmäßig geforderte Mindestrentabilität (nehmen wir als Durchschnitt $3^1/_2$ % an) aufweisen. Solange dies zutrifft, erfährt der Betrieb der Lebensversicherung keine ernsthafte Störung. Dieser Einwand ist theoretisch nicht ganz von der Hand zu weisen, aber die Praxis des Versicherungswesens spricht dagegen. Die Gesellschaften müssen höhere Einnahmen erzielen, als gerade zur Deckung der laufenden Ansprüche gefordert werden. Die Lebensversicherung beruht auf Voraussetzungen, welche die ganze menschliche Lebensdauer hindurch zutreffen sollen[1]. Ungünstige Abweichungen von diesen Voraussetzungen können eintreten durch Sinken des für Geldanlagen zu erzielenden Zinsfußes, und dadurch, daß die Sterblichkeit unter den Versicherten sich dauernd ungünstiger stellt, als vorausgesetzt ist.

[1] Gerkrath i. Zeitschr. f. d. ges. V.-W., 1901.

Die Gesellschaften schützen sich gegen diese Abweichungen, indem sie höhere Beträge fordern, als durch die Voraussetzungen an sich geboten ist, die geforderten Mehrbeiträge aber an die Versicherten als Gewinnanteil zurückzahlen, solange ungünstige Abweichungen nicht eintreten. Bei dem heutigen Tiefstand der Kurse wiesen unsere Staatsanleihen die verlangte Mindestrentabilität auf. Anders gestaltet sich jedoch die Sachlage, wenn die Kurse wieder anziehen, was man sich gerade von dem Anlagezwang verspricht. Die Realverzinsung der Anleihen wird dann wieder unter den rechnungsmäßigen Zinsfuß heruntergehen und wenn erst die gewünschte Stabilität der Kurse erreicht ist, wird sie sich dauernd unter diesem Niveau halten. Wenn die Gesellschaften größere Anleihebestände anschaffen müssen, würde die unausbleibliche Folge mit der Zeit die sein, daß die Anstalten sich veranlaßt sähen, den rechnungsmäßigen Zinsfuß herabzusetzen. Die Sicherheit der Betriebe erfordert, daß bei der Prämienveranschlagung mit einer geringeren Verzinsung zu rechnen ist, wenn der Durchschnittsertrag der Kapitalanlagen eine sinkende Tendenz aufweist. Ganz allgemein gesprochen muß eine Gesellschaft dem Ruin entgegengehen, die für die Einlagen einen höheren Zins vergütet, als sie selbst dauernd erreichen kann. Dieser Satz, der für jedes Institut gilt, das Gelder zur Verzinsung entgegennimmt, ist auch für die Lebensversicherungsgesellschaften in ihrer Funktion als Sparkassen gültig.

Die Mitwirkung des rechnungsmäßigen Zinsfußes bei der Normierung der Prämien ist bekannt. Ein Herabsetzen dieses Zinssatzes ist ceteris paribus gleichbedeutend mit einer Erhöhung der Versicherungsprämien. Darauf läuft also in letzter Linie die Verdrängung eines Teiles der Hypothekenanlagen durch die Staatsrenten hinaus. Das ist eine Folge von immenser Bedeutung, wie wir weiter unten näher ausführen wollen. An dieser Stelle wollen wir noch einmal darauf hinweisen, daß die Anlage in Staatsrenten dem Hypothekenbesitz bedeutend an Ergiebigkeit unterlegen ist. Aus dieser Tatsache ergeben sich Folgerungen von großer Wichtigkeit für die ganze Versicherungstechnik.

Frage der Kursverluste.

Sodann ist noch auf einen anderen Punkt zu verweisen, der neben dem Momente der Rentabilität eingehende Berücksichtigung verdient. Es ist hier die wichtige Frage der Kursverluste zu er-

örtern, die in dem Streit um den Anlagezwang eine bedeutende Rolle spielt. Die Kursverluste sind spezifisch für die Wertpapieranlage und machen sich in den Bilanzen der Gesellschaften in unangenehmer Weise bemerkbar. Diese Einbußen resultieren aus der geringen Wertbeständigkeit der Staatspapiere bzw. aus den lebhaften Preisschwankungen. An dieser Stelle sei auf die Ausführungen im ersten Teil dieser Arbeit hingewiesen. Der Anlagezwang soll die geringe Stabilität der Kurse befestigen. Vorläufig ist diese letztere Erscheinung jedoch das größte Hindernis für die vermehrte Anlage der Vermögensbestände von Versicherungsgesellschaften in Staatspapieren.

Durch die Kurseinbußen entstehen direkte Ausfälle an dem Vermögen der Versicherungsanstalten. Die Verluste, welche den Gesellschaften auf diese Weise erwachsen, sind entweder effektive oder bilanzmäßige. Effektive Verluste entstehen, wenn eine Anstalt sich gezwungen sieht, Staatspapiere zu einem Kurse zu veräußern, der unter dem Anschaffungspreise liegt. Da es sich bei den Beständen der Lebensversicherungsgesellschaften um dauernde Anlagen handelt, tritt dieser Fall normaler Weise nicht oft ein. Hier ist zu berücksichtigen, was oben über die Frage der Liquidität gesagt wurde. Wichtiger sind für unsere Betrachtung die sogenannten bilanzmäßigen Kursverluste. Die Versicherungsanstalten unterliegen den Bilanzierungsvorschriften des Handelsgesetzbuches. Diese Bestimmungen lauten: (§ 261) „Für die Aufstellung der Bilanz kommen die Vorschriften des § 40 mit folgenden Maßgaben zur Anwendung: 1. Wertpapiere und Waren, die einen Börsen- oder Marktpreis haben, dürfen höchstens zu dem Börsen- oder Marktpreise des Zeitpunktes, für welchen die Bilanz aufgestellt wird, sofern dieser Preis jedoch den Anschaffungs- oder Herstellungswert übersteigt, höchstens zu dem letzteren angesetzt werden." — — — — Für unseren konkreten Fall sei dies durch ein Zahlenbeispiel erörtert. Eine Gesellschaft besitzt einen Posten $3^1/_2$ %iger Konsols, die sie zu dem Kurse von 93 % angekauft hat. Als am Schlusse des Jahres die Bilanz aufgestellt wird, steht der Kurs auf 90,50 %; dieser Preis ist aber gemäß den gesetzlichen Bestimmungen für die Bewertung der Renten maßgebend, so daß die Gesellschaft einen Kursverlust von 2,50 % zu verzeichnen hat. Wenn aber umgekehrt der Rentenkurs gegen Jahresschluß auf 95 % gestiegen ist, darf die Anstalt höchstens den Anschaffungskurs von 93 % in Anrechnung bringen. Den bilanzmäßigen Kurs-

verlusten steht nicht die Möglichkeit gegenüber, bilanzmäßige Kursgewinne zu erzielen. Diese Buchungsvorschriften erscheinen für die Lebensversicherungsanstalten, die einen größeren Besitz an Staatsrenten aufweisen, als eine Härte, die um so störender wirkt, je niedriger der Kurs des Bilanztages ist. Der Jahresüberschuß der Gesellschaft wird verkürzt, um die Differenz zwischen dem Tageskurse und dem Einkaufspreise der Staatsrenten. Die Zwangsvorschrift des § 261 HGB. ist geeignet, in den Ergebnissen der Versicherungsunternehmungen Störungen hervorzurufen, welche die ruhige und konstante Entwicklung der Gesellschaft empfindlich beeinträchtigen können. Da nun die Wertpapiere ihrer Natur nach Kursschwankungen unterworfen sind, so ist es dann auch besonders dieses Moment, welches bei den Gesellschaften die Abneigung gegen die Effektenanlage hervorgerufen hat[1]. Es ist eine berechtigte Klage der zur Bilanzaufstellung verpflichteten Gesellschaften, daß durch die Kursrückgänge der Staatspapiere ihre Bilanz verschlechtert und der Jahresgewinn geschmälert werde. Schon jetzt bei relativ kleinen Wertpapierbeständen wird die Vorschrift des § 261 HGB. als ein schwerer Druck empfunden[2]. Wieviel mehr wird diese Erscheinung fühlbar werden, wenn die Gesellschaften gesetzlich angehalten werden, einen erheblichen Teil ihrer Bestände dem Anleihemarkt zuzuführen. Solange der § 261 HGB. in seiner ganzen Schärfe für die Versicherungsunternehmungen gilt, ist die Effektenanlage mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden; das läßt sich nicht bestreiten. Anders wird die Sache erst, wenn der Anlagezwang den gewünschten Erfolg gezeitigt hat: die Stabilisierung und langsame Besserung der Rentenkurse. Vorläufig ist diese Aussicht aber noch sehr problematisch. Wir müssen deshalb in unserer Betrachtung mit den jetzigen Verhältnissen rechnen, wo die lebhaftesten Kursschwankungen das normale sind. Die buchmäßigen Kursverluste werden sich daher in den Bilanzen der Lebensversicherungsgesellschaften noch lange bemerkbar machen. Um den Schwierigkeiten zu begegnen, die sich aus der Bilanzierung der Effektenbestände ergeben, sind eine Reihe von Vorschlägen gemacht worden. Indem Emminghaus[3], ein Versicherungsfachmann, zugibt, daß die entschiedene Abneigung der Versicherungsgesellschaften gegen die Staatsanleihen den mit diesem Besitz verbundenen Kursverlusten zuzuschreiben ist, macht er folgenden Vorschlag, wenn der § 261 HGB. einmal geändert werden sollte: „Wertpapiere sind stets al pari zu buchen, wenn sie über pari, und zum Anschaffungspreis, wenn sie unter pari gekauft wurden." Hiergegen ist einzuwenden, daß das oberste Prinzip der Bilanz — sie soll den wirklichen Stand des Vermögens darstellen — umgestoßen wird. An demselben Fehler leiden die Ausführungen Gerkraths[1]. Er will den Kursverlusten durch einen Zusatz zu dem § 59 V.-A.-G. Rechnung tragen:

[1] Ehrenzweig, 1907, S. 99.
[2] Saski, 1910, S. 49.
[3] Zeitschr. f. d. ges. V.-W., 1901.

„Wertpapiere sind in die Bilanz einzustellen:

a) wenn sie einer regelmäßigen Tilgung unterliegen, dauernd mit dem Anschaffungswert,

b) wenn sie keiner regelmäßigen Tilgung unterliegen, ebenfalls solange zum Anschaffungswert, als der Kurs nicht unter den Anschaffungswert gefallen ist, dagegen wenn letzteres der Fall ist, zu einem Kurse, der zwar die amtliche Kursnotiz, nicht aber den Anschaffungswert übersteigt, solange als sie eine Verzinsung des eingestellten Wertes ergeben, welche um mindestens $^1/_2$ % höher ist als der Zinssatz, welcher von den Gesellschaften der Berechnung ihrer Prämienreservefonds zugrunde gelegt ist."

Dieser Vorschlag hat mit den tatsächlichen Vorschriften des Gesetzes das gemeinsame, daß er als Maximalkurs den Anschaffungspreis nennt, mag der Tageskurs diesen noch so sehr überschreiten. Auch ist es wohl berechtigt, bei der Bilanzierung einen Unterschied zwischen Tilgungs- und Rentenschulden zu machen. Die Möglichkeit der Alpari-Einlösung garantiert den ersteren eine größere Wertbeständigkeit. Der letzte Teil des Gerkrathschen Vorschlages versucht den besonderen Verhältnissen der Versicherungsgesellschaften gerecht zu werden. Dabei ist der Gedanke maßgebend, daß die Effektenanlage in erster Linie zur Bedeckung der Prämienreservefonds in Frage kommt. Die Effektivverzinsung der Staatsrenten soll den rechnungsmäßigen Zinsfuß der Gesellschaften um mindestens $^1/_2$ % übersteigen. Indem nur diese Bedingung gestellt ist, ist die Möglichkeit gegeben, den allzu niedrigen Tageskurs außer acht zu lassen; anderseits ist aber auch eine obere Grenze gesetzt durch Normierung der erforderlichen Mindestrentabilität. Kurseinbußen und Rentabilität der Be-

[1] Desgleichen.

stände werden hier gewissermaßen gegenseitig reguliert. So praktisch diese Bilanzierungsvorschläge an und für sich erscheinen, so ist doch zu berücksichtigen, daß eine Bilanz unter keinen Umständen auf fiktiven Werten beruhen soll.

Eingehend erörtert wurde die Frage der Buchung von Wertpapierbeständen auf dem VI. internationalen Kongreß für Versicherungswissenschaft zu Wien 1909. Die Herren Dr. Labes und Walther[1] referierten über diesen Punkt. Nach ausführlicher Betrachtung und Wertung der gesetzlichen Vorschriften in verschiedenen Staaten machten die Berichterstatter folgenden Vorschlag:

„Wertpapiere sind zu dem börsenmäßigen Verkaufswert in die Bilanz einzusetzen, und zwar zu dem Kurse, welchen dieselben durchschnittlich in dem letzten Monat vor dem Bilanztage gehabt haben. Buchmäßig nicht realisierte Kursgewinne sind einer Kursausgleichungsreserve zuzuführen, die lediglich zur Deckung von Kursverlusten verwendet werden darf. Eine andere Verwendung dieser Reserve ist nur mit besonderer Genehmigung der Aufsichtsbehörde statthaft."

Zur Kritik dieses Vorschlages ist zu bemerken, daß er die Wahrung des Bilanzprinzipes bei der Einstellung der Wertpapiere ermöglicht. Dabei ist wesentlich, daß der von allerlei Zufällen und Börsenmanövern abhängige Kurs des 31. Dezember eliminiert wird. Dies geschieht in Anlehnung an das Schweizer Obligationsrecht vom 1. Januar 1883, wo es in Art. 656 heißt: „Kurshabende Papiere dürfen höchstens zu dem Kurswert eingesetzt werden, welchen dieselben durchschnittlich in dem letzten Monat vor dem Bilanztage gehabt haben.

Es ist ersichtlich, daß dieser Durchschnittskurs eher als der Zufallskurs des 31. Dezember eine Gewähr dafür bietet, daß der wirkliche Wert der Papiere richtig eingesetzt wird. Bisher entstanden bei dem Anziehen der Kurse, falls eine Veräußerung nicht in Frage kommt, stille Reserven. Diese wollen die Berichterstatter in eine besondere Kursausgleichungsreserve überführen, welche dann wieder zur Deckung von Kursverlusten herangezogen werden soll. Dieser Vorschlag ist durchaus einleuchtend, aber seine praktische Wirkung reicht nicht weit genug. Wenn für die Dotierung dieser Reserve nur die Kursgewinne in Frage kommen,

[1] Verh.-Bericht, S. 587 ff.

wird bei der tatsächlichen Entwicklung der Rentenpreise die Bedeutung dieses Fonds ziemlich minimal bleiben. Er kann kein Äquivalent für die ungeheuren Kursverluste bieten, die wir in den letzten Jahren beobachten konnten. Viel weitgehender ist der Vorschlag, den der Bankier L. Delbrück in der Sitzung des preußischen Herrenhauses vom 16. Juni 1910[1] gemacht hat. Um den kapitalreichen Gesellschaften den Besitz von Staatsrenten schmackhafter zu machen, will er den § 261 HGB. in der Weise geändert wissen, daß deutsche Staatsanleihen auch dann, wenn ihr Anschaffungspreis den Börsenpreis des Bilanztages übersteigt, zum Anschaffungspreis eingesetzt werden dürfen, aber nur für den Fall, daß auf der anderen Seite der Bilanz Reservefonds vorhanden sind, deren Mindesthöhe der Differenz zwischen dem Börsenpreis und dem Anschaffungspreis entspricht. In derselben Richtung bewegt sich die Anregung Dernburgs[2]: „Reichsanleihen und Konsols dürfen solange zum Erwerbspreis aufgenommen werden, als die übrigen Reserven des Unternehmens hinreichen, um den Kursverlust im Falle des Verkaufs zu decken. Die Regierung, die sich von einer derartigen Maßnahme Vorteile für die Gewinnung eines festen Abnehmerkreises von Staatsanleihen versprach, trat dem Delbrückschen Vorschlag näher und ersuchte einige Handelskammern, sich zu der Anregung gutachtlich zu äußern. Die dem Herrn Minister für Handel und Gewerbe erstatteten Berichte kamen jedoch meist zu einer Ablehnung der Maßnahme. So führte die Handelskammer Frankfurt a. M.[3] aus, daß es an und für sich sehr wohl verständlich sei, einen Weg zu suchen, der es vermeiden läßt, die Jahresergebnisse der Gesellschaften so starken Verlusten auszusetzen, wie es tatsächlich der Fall gewesen ist. Hätte man seit langer Zeit schon solchen Instituten, die mündelsichere Anlagen machen, besondere Vergünstigungen im Sinne Delbrücks eingeräumt, dann würde mancher bilanzmäßige Verlust vermieden worden sein; aber gerade jetzt, wo die Kurse der Staatspapiere so sehr gefallen sind, und die Abschreibungen bereits erfolgt sind, würde die Durchführung des Vorschlages doch den Glauben erwecken können, daß die maßgebenden Kreise mit weiteren Rückgängen rechnen. „Eine Einwirkung auf die Gewinnung eines

[1] Stenographischer Bericht S. 357.

[2] Dernburg, b. Masius, 1911, H. IV.

[3] Mitteilungen d. Hand.-K., 33. Jahrg., Nr. 7—8, S. 134.

Kreises fester Abnehmer von Staatspapieren würden wir aber nicht erwarten."

Ebenso spricht sich die Handelskammer Köln[1] in ihrem Gutachten für die Erhaltung des bisherigen Zustandes aus:

„Wir sind der Auffassung, daß die Vorschriften des § 261 HGB., obwohl sie die Ertragsberechnung der Aktiengesellschaften von den Zufälligkeiten der Kursfeststellung der vorhandenen Effekten am Abschlußtage abhängig macht, doch im ganzen zweckmäßig und segensreich gewirkt haben, denn sie entsprechen dem Grundsatz der Bilanzwahrheit und diesem Grundsatz würde die Möglichkeit, die deutschen Staatsanleihen bei der Bilanz höher zu bewerten, als ihr wirklicher Wert ist, direkt zuwiderlaufen." Außer diesem Moment macht die Kammer noch eine Reihe anderer Bedenken gegen den Delbrückschen Vorschlag geltend. So weist sie mit Recht darauf hin, daß es unklar sei, welche Reservefonds überhaupt gemeint sind. Sollte der gesetzliche Reservefonds in Frage kommen, so ist auf seine gesetzlich festgelegte Verwendungsmöglichkeit hinzuweisen. (§ 262 HGB.)

Der Zweck der übrigen speziellen Reserven ist genau bestimmt. Die Delbrücksche Anregung läuft daher ungefähr darauf hinaus, einen besonderen Reservefonds für die Verluste aus Staatspapieren zu schaffen. Da ein solcher Fonds aber auch wieder aus den Jahresergebnissen besonders dotiert werden muß, so wird an der Gesamtlage wenig geändert. Die Handelskammer Köln kann in der vorgeschlagenen Änderung des § 261 einen Anreiz nicht erblicken, mehr als bisher deutsche Staatspapiere zu kaufen. Im Sinne dieser Ausführungen hat die Kammer auf die Anfrage des Ministers ablehnend geantwortet.

Das bisher befolgte System der Buchung, den Kurswert am Ende des Jahres einzustellen, unter gleichzeitiger Verpflichtung zur Reservierung aller Kursgewinne, ist trotz mancher Schäden noch immer als sehr sicher und vor allen Dingen als wahrheitsgetreu zu bezeichnen. Nur dürfte es sich empfehlen, den Zufall in etwas zu eliminieren, indem man statt des Tageskurses vom 31. Dezember den Durchschnittskurs des letzten Monats als maßgebend erklärt, wie dies auf dem VI. internationalen Kongreß für Versicherungswissenschaft von den Herren Dr. Labes und Wather vorgeschlagen wurde. Im übrigen dürfte die Beibehaltung der bisher befolgten

[1] Bericht der Handelskammer Köln, 1910.

Bilanzierungsprinzipien durchaus zweckmäßig sein. Solange aber das bestehende System in Geltung bleibt, werden sich in den Bilanzen der Gesellschaften die Kursschwankungen bemerkbar machen. Dies wird erst nachlassen, wenn der Gedanke des Anlagezwangs den an ihn geknüpften Hoffnungen gerecht geworden ist, oder anders ausgedrückt, wenn unser Anleihemarkt erst die nötige Stabilität aufweist.

Wir haben gesehen, daß eine entsprechende Vermögensabschreibung notwendig wird, sobald der Kurs den Anschaffungspreis unterschreitet. Die finanziellen Wirkungen dieser Erscheinung werden wir weiter unten beleuchten. Die Kurseinbußen an Staatspapieren sind hier erst noch aus einem anderen Gesichtswinkel heraus zu betrachten, und zwar handelt es sich hier um eine speziell versicherungstechnisch wichtige Frage. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß die Kapitalien, welche sich bei den Lebensversicherungsgesellschaften ansammeln, zum größten Teil in den Prämienreservefonds fließen, dessen Bedeutung wir oben behandelt haben. Er bildet, allgemein gesprochen, das Äquivalent der später fällig werdenden Versicherungsansprüche. Der mathematisch genau berechnete Sollbestand der Prämienreserve muß aber auch zu jeder Zeit voll und ganz vorhanden sein; es ist die Tendenz der Staatsaufsicht für die Sicherung und Aussonderung der Prämienreserven unbedingt zu sorgen (§ 57 V.-A.-G.). Es wird also an die Kapitalanlagen, welche die Gesellschaften zur Bedeckung der Prämienreservefonds machen dürfen, eine wichtige Anforderung gestellt. Der Bestand muß immer den Wert behalten, den er zur Zeit seiner Anlegung hatte[1]. Diesen Bedingungen genügt die bisher bevorzugte Anlageform, die Hypothek, in hervorragender Weise. Werteinbußen sind bei ihnen verhältnismäßig selten und somit Ausfälle nicht zu befürchten. Anders liegt die Sache bei den Staatsrenten. Es muß mit der Gefahr der Kapitalabschreibungen gerechnet werden, die dadurch veranlaßt werden, daß der Wert sich durch Kursrückgänge vermindert. Dies sei durch ein Zahlenbeispiel illustriert. Eine Gesellschaft kauft am 1. Juli 1905 nominell Mark 15 Millionen preußische Konsols zum Tageskurse von 101,60 %. Die weitere Entwicklung ergibt sich aus folgender Tabelle[2]:

[1] Verh.-Bericht d. V. internat. Kongr. f. V.-W. 1906, S. 583 ff.
[2] Neumann, 1910, S. 256.

	Kurs der $3^1/_2$ % Kons.	Wert von 15. Mill. ℳ
1. Juli 1905	101,60	15 165 000,—
31. Dez. 1905	100,60	15 090 000,—
31. „ 1906	98,—	14 700 000,—
31. „ 1907	93,80	14 070 000,—
31. „ 1908	94,50	14 175 000,—
31. „ 1909	94,10	14 115 000,—

In dem kurzen Zeitraum von $4^1/_2$ Jahren hat dieser Besitz eine Wertverminderung von über 1 Million Mark erfahren. Anlagewerte, die so wenig preisbeständig sind, eignen sich nicht besonders für die Bedeckung der Prämienreserven. Wenn es sich nun um größere Summen handelt, wird eine solche Kapitalanlage direkt bedenklich. Ein Fonds, dessen Wert stets präsent sein soll, darf nicht solchen Einbußen ausgesetzt sein, wie wir sie bei den Staatsrenten beobachten konnten. Man vergegenwärtige sich nur, daß die $3^1/_2$ %igen Reichsanleihen von 1897—1910 um zirka 12 % im Wert gesunken sind. Dr. Mueller[1] illustriert an einem Beispiel, welchen Ausfall sein Institut (Gothaer Lebensversicherung) durch Kurs- und Zinsverluste erlitten hätte, wenn es schon im Jahre 1894 ein Viertel des Vermögensbestandes in $3^1/_2$ %iger Reichsanleihe angelegt hätte. Dabei ist als Ankaufskurs 104,60 % gerechnet gemäß dem Kurse vom 31. Dezember 1894; ferner ist vorausgesetzt, daß seitdem jeweils am Jahresschluß der Rentenbesitz auf ein Viertel des Vermögensbestandes ergänzt worden ist. (Einen ähnlichen Modus sieht die Zwangsanlage vor.) Den Kursverlust berechnet Dr. Mueller auf:

	ℳ 7 356 855,—	
dazu	ℳ 6 773 821,—	an Zinsausfall
	ℳ 14 130 676,—	Gesamtverlust, rund 10 % des

Überschusses, ist zu verzeichnen.

Über 7 Millionen Mark würde dies eine Institut an Kursverlusten abschreiben müssen. Das ist immerhin ein bedeutender Posten, der erkennen läßt, daß die Gesamtheit der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften unter denselben Voraussetzungen immense Verluste hätte tragen müssen.

In dem unserer Betrachtung zugrunde liegenden Geschäftsjahr 1910 hatten die 43 privaten Lebensversicherungsgesellschaften

[1] Zeitschr. f. die ges. V.-W., 1911, 3. H.

rund ℳ 450 000,— an Kursverlusten zu buchen. (Zusammengestellt nach den Bilanzen der betr. Anstalten.) Das ist immerhin ein nicht unbedeutender Ausfall an dem Jahresüberschuß dieser Anstalten; dieser Verlust läßt sich noch verschmerzen. Daß die Kursverluste jedoch eine schwere materielle Schädigung der Anstalten hervorrufen können, liegt auf der Hand. Die Ausfälle, die in einem Jahre schon sehr beachtenswert sind, nehmen im Laufe der Zeit bedeutende Dimensionen an, wenn sie Jahr für Jahr zu verzeichnen sind. Die Kursverluste bleiben somit ein Moment, das in der Kalkulation nicht übersehen werden darf; dieser Faktor ist es nicht in letzter Linie, der die Gesellschaften bisher davon abgehalten hat, in größerem Umfange die Kapitalanlage in Staatsrenten zu pflegen. Aus diesem Gesichtswinkel heraus ist auch die lebhafte Opposition zu verstehen, die sich aus den Kreisen der Versicherungsfachleute gegen die Maßnahme des Anlagezwangs erhoben hat. Damit allein sind wir jedoch nicht berechtigt, die Zwangsanlage für die Versicherungsgesellschaften abzulehnen. Bei der Erörterung der Frage sind noch eine Reihe anderer Punkte ins Auge zu fassen, die teils volkswirtschaftlich und teils privatwirtschaftlich schwer ins Gewicht fallen. Während die Möglichkeit wenigstens besteht, daß bei Stabilisierung der Kurse Ausfälle durch Preisschwankungen vermieden werden oder auf ein Minimum reduziert bleiben, bleibt das geringe Zinserträgnis der Rentenanlage gegenüber den Hypotheken als eine dauernde Erscheinung zurück. Hiermit, wie mit dem Ausfall an Hypothekenprovision, müssen die Gesellschaften bestimmt rechnen. Auf jeden Fall resultiert aus der neuen Anlageform ein Ausfall an dem Rechnungsüberschuß der Lebensversicherungsgesellschaften, der immer größer wird, je größer die Vermögensquote ist, welche dem Rentenmarkt zufließt. Im Berliner Tageblatt[1] wurde eine Berechnung veröffentlicht, wie sich der Verlust nach der Annahme einer unserer größten Lebensversicherungsgesellschaften gestalten wird. Dabei ist vorausgesetzt, daß von dem jährlichen Vermögenszuwachs der Anstalten ein Drittel solange in Staatsanleihen investiert wird, bis diese Anlagen ein Viertel des gesamten Vermögens ausmachen. Aus den Verlautbarungen der Regierung war zu erkennen, daß ein ähnlicher Modus vorgesehen ist. Der jährliche Vermögenszuwachs (1910 rund 300 Mill. Mark) ist nach der bisherigen Entwicklung auch

[1] Berl. Tagebl., 3. Januar 1911, Nr. 5.

weiter als steigend anzunehmen. (Alle 3 Jahre 30 Millionen mehr.) Nach den Schätzungen der betreffenden Versicherungsanstalt ist der Sollbestand an Staatspapieren in 32 Jahren erreicht. Unter der Voraussetzung, daß sich die Verzinsung der Staatsanleihen um rund 0,70 % niedriger stellt als die der Hypotheken, und unter Berücksichtigung der Ausfälle an Hypothekenprovision, wird dann innerhalb der ersten 35 Jahre ein Verlust von rund $^1/_2$ Milliarden ausgerechnet. Wenn man solchen Berechnungen auch nur bedingten Wert beilegen darf, so kann man doch erkennen, daß die Ausfälle im Laufe der Zeit einen bedeutenden Umfang annehmen. Um gewaltige Beträge werden die Überschüsse der Versicherungsanstalten gekürzt. Das ist eine Erscheinung, die vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus ein immenses Interesse erheischt; eine Untersuchung darüber, welche direkten und welche indirekten Folgen hieraus resultieren, ist daher wohl angebracht. Bevor wir zu dieser Erörterung übergehen, wollen wir noch einmal kurz rekapitulieren, durch welche Ursachen der Gewinnausfall hervorgerufen wird. Sie heißen gekürzte Zinserträge, höhere Verwaltungskosten infolge Verminderung der Einnahmen aus Hypothekenprovision, und zum Schluß sind die Kursverluste zu nennen. Dieses sind die Faktoren, welche die Geschäftsergebnisse der Lebensversicherungsanstalten in entscheidender Weise beeinflussen.

γ) Welche versicherungstechnischen und wirtschaftlichen Folgen ergeben sich aus der Anlage in Staatspapieren?

Im folgenden interessiert uns nun die Frage, wie der Gewinnausfall weiter wirkt. Um hierüber einen Überblick zu bekommen, müssen wir uns ein Bild davon verschaffen, in welchem Sinne der Gewinn verwandt zu werden pflegt. Die Gesellschaften machen darüber in ihren Geschäftsbüchern genaue Angaben. Im folgenden halte ich mich an die Zusammenstellung von Wallmann[1]. Dabei werden die Versicherungsaktiengesellschaften und die Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit getrennt behandelt. Was die ersteren anbelangt, so haben wir es in diesem Zusammenhang besonders mit zwei Hauptposten zu tun; das ist der Gewinnanteil, der an die Versicherten fließt, und der Aktionärgewinn, während wir die übrigen Verwendungsmöglichkeiten des Gewinnes (Zu-

[1] Wallmann, 1910, S. 40.

wendungen an den gesetzlichen Reservefonds, Tantiemen, Gewinnvortrag usw.) hier außer acht lassen. Bei 26 Lebensversicherungs-Aktien-Gesellschaften war im Jahre 1910 ein Überschuß von rund 81,50 Millionen Mark zu verzeichnen, wobei der Überschuß aus anderen Branchen nicht berücksichtigt wurde. Von dem Jahresüberschuß flossen an die Versicherten rund 71,55 Millionen Mark, während die Aktionäre und Garantien rund 8,36 Millionen Mark erhielten. Von dem Reingewinn kommt der größte Teil (rund 85 %) den Versicherten zugute, während die Aktionäre rund 10 % erhalten. Die Ansprüche der Versicherten auf eine so bedeutende Quote des Überschusses entsteht dadurch, daß auch bei den Versicherungsaktiengesellschaften die meisten Verträge mit Gewinnbeteiligung abgeschlossen werden. Dieses System ist bei uns in Deutschland, speziell bei der Todesfallversicherung, fast allgemein üblich. Der Anteil der Versicherungsnehmer an dem Gesamtüberschuß der Anstalt wird vergütet in Gestalt der sogenannten Gewinndividenden, ein Begriff, der in der Praxis der Lebensversicherung eine große Rolle spielt. Es liegt eigentlich in der Natur des Gewinnes der Versicherungsanstalten, daß eine bedeutende Quote davon den Versicherten gutgeschrieben wird. Denn es sind nur zum kleinsten Teil eigentliche Geschäftsgewinne, vielmehr resultieren sie in der Hauptsache aus zuviel erhobenen Prämien[1]. Dies lehrt die Betrachtung der wichtigsten Gewinnquellen, die oben bereits angeführt wurden, indem entweder das Sterblichkeitsrisiko größer, oder der der Prämienberechnung zugrunde liegende Zinsfuß niedriger, oder schließlich der Verwaltungskostenzuschlag zur Nettoprämie höher angenommen werden, als gerade unbedingt erforderlich ist. Das System, bei der Prämienberechnung äußerst vorsichtig zu verfahren, erscheint geboten im Interesse der Stabilität und der Sicherheit des Betriebes. Wenn aber der wirkliche Verlauf des Jahresgeschäftes sich günstiger gestaltet, als die vorsichtig aufgestellten Rechnungsgrundlagen annehmen, so liegt es nahe, daß den Versicherten ein Teil des Überschusses zufließt.

Was nun die andere Form des Geschäftsbetriebes, die Gesellschaft auf Gegenseitigkeit anbelangt, so liegt es in deren Wesen begründet, daß der Gewinn den Versicherten zurückvergütet wird. Es handelt sich eben um eine Organisation, bei der Versicherungsgeber und Versicherungsnehmer durchaus identische Interessen

[1] Deutscher Oek. 1910, S. 715 ff.

haben. 17 größere Gegenseitigkeitsgesellschaften[1] hatten im Jahre 1910 einen Überschuß aus der Lebensversicherung von rund 60,49 Millionen Mark, während den Versicherten rund 57,73 Millionen Mark zukamen. Ein Unternehmergewinn kommt hier nicht in Frage. Die Differenz zwischen den beiden letzteren Posten wurde zur Dotierung verschiedener Fonds verwandt. (Kapitalreserven, Pensionsfonds usw.) Ich habe die Angaben über die Verwendung der Überschüsse zu dem Zwecke gemacht, daß es klar ersichtlich wird, wer von einer Kürzung der Gewinne in erster Linie getroffen wird.

Bei den Gegenseitigkeitsvereinen ist dies selbstverständlich. Bei der Aktiengesellschaft kommt noch ein anderer Komparent in Frage, der an dem Geschäftsüberschuß repartiert. Es sind dies die Aktionäre des Unternehmens. Rein numerisch würden die Versicherten die Hauptleidtragenden sein, wenn ein etwaiger Gewinnausfall proportional der bisherigen Beteiligung an dem Reingewinn getragen würde. Nun könnte man versuchen, den Verlust allein oder zum größten Teil auf die Aktionäre abzuwälzen, während die Versicherten im Vollgenuß ihrer Dividenden bleiben würden. Würde ein solches Verfahren ein billiges Verlangen darstellen? Wenn man den Aktionärgewinn ins Auge faßt, so wird man bemerken, daß er bei einzelnen Gesellschaften allerdings eine sehr gute Verzinsung des wirklich eingezahlten Kapitals bietet. (Es sind meist 25 %, während die Aktionäre für den Rest verpflichtet bleiben.) Die unserer Betrachtung unterliegenden 26 Lebensversicherungsaktiengesellschaften verzinsten das Kapital mit über 20 % durchschnittlich. Von verschiedenen Seiten ist dann auch gegen diesen hohen Unternehmerprofit geeifert worden. Besonders bei der Diskussion über die Frage, welche Unternehmungsform für den Betrieb der Lebensversicherung die geeignetste sei, hat man gegen die Aktiengesellschaften ins Feld geführt[2], daß die Erzielung einer hohen Rente für sie der eigentliche Zweck sei. Deshalb gehe das Interesse einer solchen Renten erstrebenden Anstalt natürlich dahin, daß die Prämien möglichst hoch und die Vergütungen möglichst gering seien. Dazu ist zu bemerken, daß eine Lebensversicherungsanstalt in der Form der Aktiengesellschaft ein Erwerbsunternehmen ist, dem man das Streben nach Geschäftsgewinn nicht zum Vorwurf machen kann. Nur muß

[1] Wallmann, S. 41.

[2] Ad. Wagner, b. Schönberg, II, S. 365 ff.

dafür Sorge getragen werden, daß der Aktionärsprofit nicht zu groß wird.

Alles in allem kann man die im Lebensversicherungsbetriebe erzielten Unternehmergewinne nicht als übermäßig bezeichnen. Es ist zu berücksichtigen, daß die Aktionäre, für die immerhin die Möglichkeit besteht, mit ihrem Garantiekapital herangezogen zu werden, nur mit einer verhältnismäßig geringen Quote an dem Gesamtüberschuß beteiligt sind. Die Belastung der bei einer Aktiengesellschaft versicherten Personen durch die Aktionärdividende ist von mäßiger Bedeutung und steht jedenfalls zu dem Vorteile der durch das Aktienkapital geschaffenen größeren Sicherheit in einem durchaus angemessenen Verhältnis[1]. Den weitgehenden Interessen der Versicherten gegenüber kommen auch die Aktionäre zu ihrem Recht bei der bisherigen Gewinnverteilung.

Nach diesen Ausführungen muß man die Forderung, daß die Aktionäre in erster Linie eine Kürzung des Gesamtüberschusses tragen, als unberechtigt zurückweisen. Eine Mehrbelastung des Budgets der Anstalten würde somit in ihrer ganzen Schwere die Versicherten treffen, selbst wenn die Aktionäre sich bereit erklären würden, an einem Gewinnausfall gleichmäßig zu partizipieren. Rein zahlenmäßig ist der Anteil der Versicherten von viel größerer Bedeutung. Wir können also an dieser Stelle noch einmal wiederholen, daß auch bei der Lebensversicherungsaktiengesellschaft eine Minderung des Gesamtüberschusses mit einer Schädigung der Versicherten gleichbedeutend ist. Dies gelangt dadurch zum Ausdruck, daß zunächst bei den mit Gewinnbeteiligung abgeschlossenen Versicherungen (bei weitem die Mehrzahl) eine Herabsetzung der Dividende eintritt. Hiermit ist aber eine entsprechende Erhöhung der Gesamtkostenziffer einer Versicherung gegeben. Die von dem Versicherten zu leistende Barprämie, d. h. die Tarifprämie gekürzt um die Dividenden, wird verteuert. Dr. Bischoff hat in der Mitgliederversammlung des deutschen Vereins für Versicherungswissenschaft vom 6. Dezember 1910[2] an einem Zahlenbeispiel dargelegt, wie durch den geplanten Anlagezwang unter Umständen die Gesamtkostenziffer einer Lebensversicherung beeinflußt wird. Bei seiner Gesellschaft (Teutonia) würde die Versicherung eines 25 jährigen auf das 65. Jahr, die mit steigender Gewinnbeteiligung und verzinslicher Ansammlung

[1] Dilloo, S. 10.

[2] Veröffentl. d. Deutschen Vereins f. V.-W., Heft XXI, S. 26.

der Dividende abgeschlossen wird und bei den jetzigen Kapitalanlage- und Überschußverhältnissen voraussichtlich ℳ 1056,— Gesamtkosten aufweist, zu ℳ 1270,— Gesamtkosten offeriert werden müssen, wenn gegenwärtig der vierte Teil der Kapitalanlagen in $3^1/_2$ %igen preußischen Konsols bestände. — — — —

Ebenso gibt Herr Dr. Bischoff noch ein weiteres Beispiel an, aus dem die Kürzung der Dividenden deutlich hervorgeht. Hätte im Jahre 1909 der vierte Teil (25 855 000 ℳ) des in Betracht kommenden Vermögens seiner Gesellschaft in $3^1/_2$ %igen Konsols bestanden, so hätte dieser Vermögensteil nicht, wie es tatsächlich der Fall war, 1 044 000,— ℳ, sondern nur 903 000,— ℳ Zinsen ergeben, und infolge dieser geringen Gewinnüberweisung hätte sich der Dividendensatz von $3^1/_2$ % der dividendenberechtigten Prämienreserve auf 3,27 % ermäßigt.

Wir haben im vorhergehenden gezeigt, welchen Einfluß die Verminderung der Zinseinnahmen auf eine Versicherung mit Gewinnbeteiligung äußert. Es ist dies heutzutage die vorherrschende Form des Versicherungsvertrages. Daneben müssen wir aber noch die Versicherung ohne Gewinnbeteiligung betrachten. Während wir bei der ersten Art eine indirekte Verteuerung der Versicherung durch Kürzung der Dividenden konstatieren, wird hier leicht eine direkte Erhöhung der Prämien eintreten müssen. Wenn durch Aufnahme einer minder gut rentierenden Anlage dauernd ein erheblicher Zinsausfall entsteht, sodaß der rechnungsmäßige Zinsfuß über den erzielten Effektivzins hinausgeht, oder daß die Spannung zwischen diesen beiden Zinssätzen zu gering wird, wird die Anstalt nicht umhin können, den Zinsfuß für die technischen Berechnungen zu reduzieren. Damit ist aber ceteris paribus die Verteuerung der Prämien gegeben. Im Grunde genommen läuft diese direkte Erhöhung auf dasselbe hinaus, als wenn eine Verminderung der Gewinndividenden herbeigeführt wird. Das ist der Kernpunkt der ganzen Frage: eine geringere Verzinsung der Vermögensbestände bewirkt eine Verteuerung der Versicherungsprämie. Darin gehe ich in Übereinstimmung mit einer ganzen Anzahl von Lebensversicherungsanstalten. Auf die Frage, ob bei einer Zwangsanlage von 25 % der Gesamtkapitalien in Staatspapieren die Versicherungsprämie erhöht werden müßte, erhielt ich die Antwort, daß der „Preis" der Versicherung auf jeden Fall steigen würde. Bei Versicherungen ohne Gewinnbeteiligung würde eine Erhöhung eintreten. Bei Versicherungen mit Gewinnbeteiligung würde zwar eine Erhöhung der Prämien nicht erforderlich sein, wohl aber würde eine erhebliche Ermäßigung der Versichertendividenden herbeigeführt werden."

Bevor ich zu den volkswirtschaftlichen Folgen dieser Tatsache übergehe, muß ich noch einige Bemerkungen über die versicherungstechnische Bedeutung der Gewinndividenden machen.

Schon beim Abschluß der Versicherung spielt dies Moment für den Versicherungsnehmer eine erhebliche Rolle. Der Bruttopreis seiner Versicherung wird durch die tarifmäßige Prämie angegeben; gleichzeitig werden ihm aber von der Anstalt Dividenden in Aussicht gestellt, aus deren Höhe er ungefähr ersehen kann, welchen wirklichen Aufwand er zu leisten hat. Besonders wirtschaftlich schwächere Personen werden durch die Aussicht zum Abschluß eines Versicherungsvertrages ermutigt, daß ihnen die Dividenden die Prämien verbilligen werden. Auf diesen Punkt wird auch von den Gesellschaften bei der Propaganda gebührend hingewiesen. Wenn es auch für die Dividenden als Gewinnfaktor begriffswesentlich ist, daß sie für die Zukunft nicht genau festgelegt werden können, so konnten doch die Schätzungen der Gesellschaften, welche auf Grund sorgfältiger technischer Berechnungen und meist im Hinblick auf eine längere Praxis angestellt werden, bisher als zuverlässig bezeichnet werden. Dies hat aber zur Voraussetzung, daß ungünstige Abweichungen von den Rechnungsgrundlagen im großen und ganzen vermieden wurden. Mit Recht können die großen Lebensversicherungsgesellschaften stolz sein auf die Stabilität der Betriebsergebnisse[1]. Ohne eine solche würden die Gesellschaften nicht immer mit ihren Dividendenschätzungen Wort halten können. Ja, sie sähen sich der Möglichkeit beraubt, überhaupt derartige Berechnungen mit einiger Zuverlässigkeit aufstellen zu können.

Es liegt eine beosondere Gefahr in der Unberechenbarkeit und Unbestimmtheit, mit der die Ausfälle infolge von Kursverlusten auf die Geschäftsergebnisse der Gesellschaften wirken[2]. Man muß berücksichtigen, daß bei den beträchtlichen Schwankungen der Kurse auch die Bilanzen der Gesellschaften diese Schwankungen machen werden. Mit der so notwendigen Stabilität der Überschüsse ist es dann vorbei. Das bedeutet eine schwere Betriebsstörung. Die genaue Kalkulation, die für die Lebensversicherung charak-

[1] Ehrenzweig, 1907, S. 99.
[2] Ehrenzweig, 1911, S. 126.

teristisch ist, wird damit über den Haufen geworfen. Besonders aber bei dem System der steigenden Dividende sind die Gesellschaften dazu gehalten, auf Jahre und Jahrzehnte den Dividendensatz zu berechnen[1]. Dies wird ihnen aber beinahe unmöglich gemacht, indem das Moment der Unstetigkeit und Ungewißheit in die Entwicklung hineingetragen wird. Das ist es, was vom Standpunkte der Versicherungsanstalten mit gutem Recht gegen die Anlage in Staatspapieren geltend gemacht wird. Die Staatspapiere eignen sich mit ihren ständigen Wertschwankungen nicht in größerem Umfange für einen Betrieb, der so regelmäßig aufgebaut ist, wie die Lebensversicherung. Eine ruhige und stetige Entwicklung ist hier dringend zu wünschen, wie sie verbürgt wird durch die bisherige Hauptform der Kapitalanlage, die Hypotheken.

Wir hatten oben darauf hingewiesen, daß die verminderte Rentabilität des Anleihebesitzes den Preis derVersicherung heraufschraubt. Die praktische Frage, in welchem Maße eine Prämienerhöhung stattfindet, ist abhängig von der Quote des Vermögens, welche die Gesellschaften dem Anleihemarkt zuwenden müssen. Die Tatsache, daß die Lebensversicherung verteuert wird, ist wichtig genug, um sie zum besonderen Gegenstand einer volkswirtschaftlichen Untersuchung zu machen. Wenn man von den volkswirtschaftlichen Folgen einer Prämienverteuerung sprechen will, kann man nicht umhin, vorher die Bedeutung des Versicherungswesens und speziell der Lebensversicherung ins Auge zu fassen. „Keine Institution kann mit vollerem Recht als ein Maßstab der volkswirtschaftlichen Kultur eines Volkes der Neuzeit betrachtet werden, als das Versicherungswesen; es ist keine gewagte Behauptung, wenn man den Satz aufstellt, daß in dem heutigen Versicherungswesen die Blüte der volkswirtschaftlichen Entwicklung der Gegenwart liegt."

So charakterisierte Makowicska[2], wenn auch vielleicht etwas übertrieben, schon vor einigen Jahrzehnten das Versicherungswesen. Immerhin ist es in der heutigen Zeit allgemein anerkannt, daß die Versicherung sowohl privat- wie volkswirtschaftlich von höchster Wichtigkeit ist[3]. An dieser Stelle interessiert uns in besonderem Maße die Lebensversicherung. Dabei dürfte es sich empfehlen, zweierlei gesondert zu betrachten: Einmal das, was

[1] Ehrenzweig, a. a. O.
[2] Bei Buntschli, Art. Vers.-W.
[3] Conrad, S. 534.

die Lebensassekuranz mit den anderen Zweigen gemeinsam hat. Sie produziert und verkauft Schutz und Sicherheit, wodurch der wirtschaftende Mensch zur Produktion von Gütern sowie zum Handel und Verkehr ermutigt wird[1]. Dabei ist besonders darauf hinzuweisen, daß der durch die Lebensversicherung gebotenen Garantie keine Spur eines Almosencharakters anhaftet. Die Unabhängigkeit des einzelnen, führt Elster aus, seine freie Selbstverantwortlichkeit wird erst durch die Versicherung ermöglicht und begründet, welche eine direkte Hilfe von dritter Seite mehr und mehr ausschließt. Außer der kreditbelebenden Eigenschaft der Lebensversicherung sei noch ihrer Funktion bei der Kapitalbildung gedacht. Sie wirkt hier Hand in Hand mit den Sparkassen. Besondere Beachtung verdient die soziale Bedeutung der Lebensversicherung. Während den Arbeitern und in letzter Zeit auch den Privatbeamten die staatliche Sozialversicherung zugute kommt, bemerken wir, daß die private Lebensversicherung in erster Linie von den Angehörigen des Mittelstandes in Anspruch genommen wird. Kleinere Handels- und Gewerbetreibende, Landwirte und Angehörige der liberalen Berufe bilden die Hauptmasse der Versicherten. Es handelt sich hier um wirtschaftlich selbstständige Personen, denen keine staatliche Fürsorge die Zukunft sichert. Es sind meist Leute, welche fast ausschließlich auf den Ertrag ihrer Arbeit angewiesen sind. Diesen gibt die Institution der Lebensversicherung ein Mittel in die Hand, für ihr Alter, wenn sie ihrem Berufe nicht mehr nachgehen können, zu sorgen. (Erlebensfall.) Ebenso wird ihnen die materielle Sicherstellung der Familie ermöglicht, falls der Ernährer frühzeitig hinweggerissen wird. (Todesfall.)

Es sind meist wirtschaftlich schwache Personen, welche von der Versicherung Gebrauch machen. Einen Maßstab dafür bietet die geringe Durchschnittshöhe einer Versicherungspolize. Diese zeigt in den Jahren 1906—1910 folgendes Bild[2]:

1906	1907	1908	1909	1910
ℳ 4629,—	4662,—	4694,—	4743,—	4793,—

Die Tatsache, daß die Durchschnittshöhe einer Lebensversicherungspolize nicht ganz ℳ 5000,— beträgt, beweist, daß die Versicherten sich vorwiegend aus weniger besitzenden Klassen

[1] Gebauer, S. 231 ff.
[2] Masius, Rdsch., 1911, H. 8.

des Volkes rekrutieren. (Dabei ist die „Volksversicherung" noch außer acht gelassen.)

Die Lebensversicherung ist somit eine in hohem Maße soziale Einrichtung, an der unsere gesamte Volkswirtschaft ein wichtiges Interesse hat. Der Staat hat die soziale Bedeutung des Versicherungsgedankens und damit auch seiner Träger, voll und ganz anerkannt. Er hat diesen Unternehmungen gegenüber, obwohl sie reine Privatwirtschaften sind, ein anderes Interesse als gegenüber einer beliebigen, auf Erzeugung und Bereitstellung materieller Güter für den Volksbedarf gerichteten freien Gewerbetätigkeit[1]. Diesem Gedanken ist das Gesetz über die privaten Versicherungsunternehmungen entsprungen, von dem Rehm[2] sagt: „es fördert die Versicherungsunternehmungen im Interesse der Volkswirtschaft." Die wirtschaftlich schwachen und geschäftsunkundigen Bürger sollen geschützt werden; durch die Bestimmungen des Gesetzes und durch die Einrichtung des Aufsichtsamtes wird eine größere Sicherheit der Versicherungsansprüche gewährleistet. Indem der Gesetzgeber somit auf der einen Seite das Zutrauen zu den privaten Versicherungsunternehmungen stärkt, fördert er damit deren Ausbreitung. Die Steuergesetze erkennen auch noch auf andere Weise den Wert der Lebensversicherung an, indem sie gestatten, daß die Lebensversicherungsprämien bis zu einer gewissen Höhe von dem steuerpflichtigen Einkommen in Abzug gebracht werden dürfen. (In Preußen Mark 600,—.)

Die Einrichtung der Lebensversicherung, deren Bedeutung somit von maßgebender Seite durchaus gewürdigt wird, soll nun verteuert werden, indem man den Versicherungsanstalten eine minder gut rentierende Kapitalsanlage anweist. (Tendenz des Anlagezwangs.) Was ist die Folge dieser Preiserhöhung?

Wirtschaftlich schwachen Klassen, welche die Versicherungsprämie bisher nur unter gewissen Entbehrungen aufbringen können, werden erhöhte Opfer zugemutet. Wenn man nun berücksichtigt, daß es sich hier um die Ersparnisse unbegüterter Bürger handelt, die für ihr Alter Fürsorge treffen oder die der sittlichen Pflicht genügen, für die Zukunft ihrer Familie etwas zu tun, so muß man eine Maßnahme, welche dies erschwert, als in hohem Grade unsozial bezeichnen.

[1] Moldenhauer, S. 49 ff.
[2] Rehm, Comm. S. XIII.

Die Verteuerung der Lebensversicherung hemmt aber auch deren Ausbreitung. Die Erhöhung der Prämien wird den Abschluß neuer Versicherungen schwieriger machen. In dem Maße, wie eine Verteuerung notwendig wird, muß auch die Zahl der Versicherungsnehmer eine Einschränkung erfahren. Eine Reihe von kleinen Leuten sieht sich außerstande, die erhöhten Kosten einer Lebensversicherung auf sich zu nehmen. Wir können die Versicherung in gewissem Sinne mit einer Ware vergleichen. Je billiger der Preis sich stellt, um so weiteren Kreisen ist die Ware zugänglich. Eine Preiserhöhung hat, falls es sich nicht um ein Existenzbedürfnis handelt, stets eine Beschränkung des Abnehmerkreises im Gefolge. Ebenso bei der Versicherung! Jede Kostensteigerung bildet eine Gefahr für die weitere Ausbreitung und ist geeignet, die Versicherung unpopulär zu machen. Damit wird den Gesellschaften die Werbetätigkeit bedeutend erschwert. Überhaupt erleidet die Expansionskraft der Versicherung eine nicht unbedeutende Einbuße. Wir hatten es aber oben als ein wichtiges volkswirtschaftliches Interesse bezeichnet, daß die Versicherung eine möglichst weite Ausdehnung erfährt. Deshalb ist alles zu vermeiden, was dieser Entwicklung hindernd in den Weg treten kann. Zu diesen Hemmnissen würde aber der Übergang zu einer schlecht rentierenden Kapitalsanlage zählen, wie sie der Anlagezwang vorsieht. Dieses Moment fällt bei einer Erörterung über die Vorteile und Nachteile dieser Maßnahme schwer ins Gewicht, wobei man immer die immense volkswirtschaftliche und soziale Bedeutung des Lebensversicherungswesens im Auge behalten muß. Aus diesem Gesichtswinkel heraus ist der Anlagezwang als ein volkswirtschaftlicher Schaden zu betrachten. Zusammenfassend kann man sagen, daß es sich um eine in sozialer Hinsicht nicht zu rechtfertigende Belastung der kleinen Vermögen handelt, denn diese sind es, welche in erster Linie die gewaltigen Kapitalbestände der Lebensversicherungsgesellschaften bilden[1].

[1] Hannoverscher Courier 17. Dezember 1910.

C. Schlußausführungen.

Kritik.

Wenn wir nun zu der Frage Stellung nehmen wollen, ob die Einführung des Anlagezwangs für die privaten Lebensversicherungsgesellschaften zu empfehlen ist, müssen wir noch einmal kurz die wichtigsten Gesichtspunkte wiederholen, die wir in den vorhergehenden Ausführungen aufgestellt haben.

Da ist zunächst das intensive Interesse des Staates an der Befestigung und Hebung des Kurses seiner Renten hervorzuheben; die Schaffung und Ausdehnung eines festen Abnehmerkreises für die Staatsanleihen ist ein bemerkenswerter Schritt in dieser Richtung. Sodann hatten wir die Frage angeschnitten: Ist die neue Anlage vom versicherungstechnischen Standpunkt aus ebenso empfehlenswert wie die Kapitalanlage in Hypotheken? Die Frage mußte verneint werden. Wenn auch hinsichtlich der Liquidität die Staatsanleihen ein wenig günstiger gestellt sind, so darf man jedoch dieser Tatsache speziell bei der Lebensversicherung aus technischen Gründen nicht allzu hohen Wert beimessen. Viel schwerwiegender sind die Momente, die sich gegen die Staatsrenten ins Feld führen lassen. Es ist dies die Verminderung der Rentabilität einerseits und die durch die Kursschwankungen hervorgerufene Wertunbeständigkeit anderseits. Als ungünstige Folgen dieser Erscheinung mußten wir zweierlei feststellen: Die Verteuerung der Versicherung und die Störung des gesamten Versicherungsbetriebes. Auf die eminente volkswirtschaftliche Bedeutung dieser Tatsachen, die wir als einen schweren sozialen Schaden bezeichnen konnten, wurde gebührend hingewiesen.

Bei aller Würdigung dieses Momentes beruht unsere ablehnende Stellung gegenüber dem „Anlagezwang" in erster Linie jedoch darauf, daß er, wie oben näher ausgeführt wurde, die erhoffte Besserung unserer Rentenkurse nicht herbeiführen kann. Deshalb muß die Maßnahme als zwecklos bezeichnet werden.

Lebenslauf.

Ich, Hermann Gockel, evangelischer Konfession und preußischer Staatsangehörigkeit, wurde am 16. Dezember 1889 zu Dortmund geboren als Sohn des Gerichtstaxators Heinrich Gockel. Seit meinem sechsten Lebensjahr besuchte ich die Volksschule meiner Vaterstadt und trat danach in das städtische Realgymnasium ein, das ich Ostern 1908 mit dem Zeugnis der Reife verließ. Darauf arbeitete ich zwei Jahre praktisch bei der Rheinisch-Westfälischen Disconto-Gesellschaft Dortmund und studierte dann Nationalökonomie und Jura in Freiburg i. Br., Berlin und Münster. An der letzteren Universität bestand ich am 19. Juli 1913 die staatswissenschaftliche Doktorprüfung mit dem Prädikat rite.

Nationalökonomische Vorlesungen hörte ich besonders bei den folgenden Herren Dozenten:

in Freiburg: Schulze-Gävernitz, Diehl, Weyermann,
in Berlin: Sering, Schmoller, Wagner, Bortkiewicz, Zimmermann,
in Münster: v. Heckel, Schmöle, Lotz.

Die erste Anregung zu der vorliegenden Arbeit verdanke ich dem leider allzu früh verstorbenen Professor Max v. Heckel, dessen Andenken ich stets hoch halten werde.

Das Thema wurde formuliert von dem Generalsekretär des Vereins für Versicherungswissenschaft, Prof. Dr. A. Maner, Berlin. Eine Reihe von Versicherungsgesellschaften unterstützte mich in liebenswürdiger Weise bei der Beschaffung des nötigen Materials.

Der Referent Herr Prof. Dr. Plenge sowie der Korreferent Prof. Dr. Schmöle haben mir manche wertvolle Anleitung gegeben.

Allen diesen Herren spreche ich meinen tiefsten Dank aus.

Dortmund. Frühjahr 1914.

Hermann Gockel.

MSH 2665

END OF
TITLE